

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A EVOLUÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA DURANTE A DÉCADA
DE 90, NUM CONTEXTO DE FRAGILIDADE FINANCEIRA EXTERNA

Monografia submetida ao Departamento de Ciências Econômicas para obtenção de carga horária na disciplina CNM 5420 – Monografia.

Por Denizar Klein

Orientador: Professor Roberto Meurer

Área de pesquisa: Macroeconomia

Palavras – Chaves: 1 – Câmbio
 2 - Transações Correntes
 3 – Fragilidade Financeira Externa

Florianópolis, julho de 2001.

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A banca Examinadora resolveu atribuir a nota ao aluno Denizar Klein na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

Prof.

Presidente

Prof.

Membro

Prof.

Membro

SUMÁRIO

- LISTA DE ANEXOS.....	V
- LISTA DE FIGURAS.....	V
- LISTA DE TABELAS.....	V
- RESUMO.....	VI

CAPÍTULO I: O PROBLEMA

1.1. Introdução.....	01
1.2. Formulação da situação problema.....	02
1.3. Objetivos.....	03
1.3.1. Geral.....	03
1.3.2. Específicos.....	03
1.4. Metodologia.....	04

CAPÍTULO II: FLUXOS COMERCIAIS E FINANCEIROS

2.1. Relações internacionais.....	05
2.2. Modelo Mundell-Fleming.....	08
2.3. Controles de capital.....	12

CAPÍTULO III: QUADRO MACROECONÔMICO DA ECONOMIA BRASILEIRA NA DÉCADA DE 90

3.1. Abertura econômica.....	14
3.2. Plano Real – concepção e implantação.....	15

CAPÍTULO IV: VULNERABILIDADE FINANCEIRA EXTERNA

4.1. Introdução.....	23
4.2. Considerações sobre o índice.....	23
4.3. Aplicação do índice de fragilidade externa para a economia brasileira.....	26
4.3.1. A Crise mexicana e os efeitos de contágio sobre a economia brasileira.....	32
4.3.1. A Crise asiática e os efeitos de contágio sobre a economia brasileira.....	33
4.3.3. A Crise russa e os efeitos de contágio sobre a economia brasileira.....	35

CAPÍTULO V: CONCLUSÃO

5.1. Conclusão.....39

REFÊRENCIAS BIBLIGRÁFICAS.....40

LISTA DE ANEXOS

IGP-DI:	42
Balança Comercial:	43
Over/Selic:	43
IPC-EUA.....	43
Prime Rate:.....	43
Dívida do Setor Público Líquida :	43
Variação Real do PIB.....	43
Taxa de desemprego:.....	43
Variáveis que compõe o índice de fragilidade	43/45

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Taxa inflação mensal	17
Figura 2: Saldo da Balança comercial.....	18
Figura 3: Taxas de juros reais.....	19
Figura 4: Dívida do setor público líquida	20
Figura 5: Variação real do PIB e taxa de desemprego.....	21
Figura 6: Fragilidade financeira externa e saldo da balança comercial.....	29
Figura 7: Fragilidade financeira externa e fluxo líquido de capitais.....	31

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Fluxo líquido de capitais.....	27
Tabela 2: Taxas de juros reais interna e externa.....	28

RESUMO

A década de 90 foi marcada pelo retorno dos fluxos de capitais para o Brasil, depois do ciclo de expansão da década de 70, e de retração da década de 80. Segundo dados do IPEA, depois de fluxos negativos durante a década de 80 e mesmo em 1990/91, o capital internacional retornou expressivamente ao Brasil, com um fluxo líquido próximo aos 36 bilhões de dólares somente entre 1993/95.

A volta dos capitais privados ao Brasil se deve a diversos fatores, como o declínio da taxa de juros de curto prazo norte-americana no início dos anos 90, e a recessão nos Estados Unidos e no Japão, bem como as reformas orientadas para o mercado, tais como a liberação do comércio e do mercado financeiro, que reduz os riscos e estimula o influxo de capitais.

A volta dos fluxos de capitais possibilitou um novo padrão de financiamento ao Brasil, permitindo estabilizar sua moeda. Com políticas monetárias e um câmbio valorizado, o governo conseguiu controlar a inflação. O câmbio valorizado submeteu a economia brasileira à concorrência internacional. Já a política monetária serve como instrumento regulador, principalmente nos períodos de crise.

Ao não conseguir eliminar déficits contínuos em transações correntes, e dependendo em grande parte, da volatilidade do capital de curto prazo, o Brasil se colocou, ao longo da década de 90, em situação de extrema fragilidade financeira externa, sofrendo impactos das crises mexicana, asiática e russa, até o colapso, com a desvalorização cambial de 1999.

Com a mudança de postura na condução da política econômica, adotando o câmbio flutuante, foi possível reduzir o diferencial entre taxas de juros interna e externa. Foi o necessário para reativar a economia e reverter a tendência negativa nas transações correntes, o que diminuiu a fragilidade do Brasil frente aos efeitos da volatilidade do investimento internacional.

CAPÍTULO I: O PROBLEMA

1.1. Introdução

A década de 90 foi marcada por um fenômeno denominado de globalização. Esse fenômeno se caracteriza pela intensificação das relações do setor produtivo, e nos fluxos comerciais e financeiros, via redução de barreiras fiscais bem como mudanças na legislação.

A globalização financeira é a principal característica do contexto internacional desse período, por ter conduzido os países a implementar políticas que garantissem sua inserção, através de maior grau de abertura das economias e da desregulamentação dos mercados (Carcanholo, 1998).

Batista Jr. (1999), descreve esse processo como um novo ciclo de endividamento externo, comparado ao ciclo de expansão da década de 70, e o colapso desse ciclo, com a longa crise da década de 80. Esse novo ciclo já estaria mostrando tendências de reversão a partir de 1997-98, com um período de retração da oferta de capitais externos. Entretanto, os dois ciclos tiveram diferenças significativas, como a maior variedade de credores e de fontes de capital. Na década de 70 predominando os empréstimos bancários, e na década de 90, um maior peso dos bônus, dos investimentos em portfólio e dos investimentos diretos.

A expansão considerável dos fluxos de capitais financeiros internacionais no início da década de 90 possibilitou aos países em desenvolvimento um novo padrão de financiamento, o que lhes permitiu implementar programas de estabilização monetária. Entretanto, esse padrão de financiamento os tornou dependentes da volatilidade do investimento internacional. A qualquer sinal de dificuldades de um país com suas obrigações financeiras, o capital internacional parte, em busca de segurança, levantando suspeitas sobre a situação dos demais países, causando assim os chamados “efeitos de contágio”.

Portanto, a volatilidade do investimento internacional cria um problema de vulnerabilidade para as economias que se aproveitam da expansão do fluxo para estabilizarem suas moedas. Os efeitos da volatilidade levaram países em desenvolvimento, como o Brasil, a alterações significativas nas políticas macroeconômicas.

1.2. Formulação

A volta dos fluxos de capitais, durante a década de 90, possibilitou um novo padrão de financiamento ao Brasil, permitindo estabilizar sua moeda. Com políticas monetárias e um câmbio valorizado, o governo FHC conseguiu controlar a inflação. O câmbio valorizado submeteu a economia brasileira à concorrência internacional, levando à substituição da demanda por bens e serviços domésticos por bens e serviços internacionais. Já a política monetária buscou evitar o excesso de liquidez na economia, gerado pelos fluxos de capitais, o que poderia reativar a inflação.

Adotando um câmbio nominal fixo em julho de 1994, o governo não se preocupou em ajustar a evolução entre preços internos e externos, o que causou a valorização do câmbio real, gerando uma forte contração no saldo de transações correntes, principalmente, pelo aumento das importações. Como, via de regra, um déficit em transações correntes deve ser financiado pela conta capitais, o governo manteve a taxa de juros reais muito acima das taxas internacionais, o que permitiu, além do equilíbrio do balanço de pagamentos, um crescimento do volume de reservas internacionais do país. Como boa parte desses capitais são de curto prazo, há a necessidade constante de refinanciamento, o que força o país a manter altas taxas de juros.

Ao não conseguir eliminar déficits contínuos em transações correntes, e dependendo em grande parte, da volatilidade do capital de curto prazo, o Brasil se colocou, ao longo da década de 90, em situação de extrema fragilidade financeira externa, aumentando o risco de ataques especulativos contra sua moeda e, suscetível a sofrer impactos de mudanças no cenário internacional.

1.3. Objetivos

1.3.1. Objetivo Geral

- Analisar a economia brasileira durante a década de 90, num contexto de fragilidade financeira externa, gerada pelo plano real.

1.3.1. Objetivos Específicos

- Desenvolver uma síntese da economia brasileira na década de 90, relatando e analisando como as medidas econômicas adotadas no período foram as responsáveis pela evolução das principais variáveis macroeconômicas.
- Efetuar uma avaliação do contexto da fragilidade financeira externa no Brasil durante a década de 90, procurando mostrar que a tendência ao crescimento da fragilidade está diretamente ligado à política econômica adotada, e que tem colocado o país bastante vulnerável às mudanças no cenário internacional.

1.3. Metodologia

O estudo realizado no presente trabalho baseou-se na literatura existente juntamente com a análise gráfica dos dados do período estudado.

Os dados, para a criação dos gráficos a serem analisados, foram obtidos junto às publicações do Banco Central, em seu site – www.bcb.gov.br - e, no site do IPEA - www.ipeadata.gov.br/ - onde se encontram séries históricas dos principais dados econômicos.

Para o cálculo da taxa de juros real, foram utilizados o IGP_DI no caso da OVER/SELIC e, o IPC_EUA no caso da PRIME RATE, através da fórmula:

$$r = [(1 + i) / (1 + j) - 1] * 100$$

onde:

r = taxa de juros real

i = taxa de juros nominal

j = inflação

No terceiro capítulo, para melhor exposição, alguns dados usados são mensais e outros anuais. Já no quarto capítulo, na construção do índice de fragilidade financeira externa, foram usados dados trimestrais, por serem assim publicados do Boletim do Banco Central, principalmente os dados da balança de capitais.

O trabalho está dividido em três fases: a primeira descreve uma revisão teórica sobre as relações internacionais nas áreas comerciais e financeiras, bem como a eficiência das políticas econômicas frente a mobilidade dos capitais e, também, com controles de fluxos, em taxas de câmbio fixas e flutuantes. Na segunda fase foi apresentado uma síntese sobre a economia brasileira durante a década de 90. Na terceira fase, foi realizado uma avaliação do contexto da fragilidade financeira externa.

Para avaliar a fragilidade financeira da economia brasileira, utilizou-se o índice desenvolvido por Paula e Alves Júnior (1999), formado a partir de informações do balanço de pagamentos:

OBRIGAÇÕES

M = importações;

Dj = despesas com juros;

Dos = despesas com outros serviços;

A = amortizações;

CCP₋₁ = estoque de capitais de curto prazo, defasado em um período;

PLA₋₁ = estoque de investimento líquido em portfólio, defasado em um período;

CAPACIDADE DE PAGAMENTO

X = exportações;

Rj = receitas com juros;

Ros = receitas com outros serviços;

RE₋₁ = reservas internacionais acumuladas até o período anterior;

Id = entrada de divisas correspondentes aos investimentos diretos;

Eml = empréstimos de médio e longo prazos.

Por fim, são apresentados as principais conclusões obtidas com o trabalho realizado.

CAPÍTULO II: FLUXOS COMERCIAIS E FINANCEIROS

Esse capítulo foi dividido em três tópicos, para entender como se efetiva o relacionamento comercial e financeiro entre países, mas evidenciando o lado financeiro, por ser este o objetivo principal deste trabalho. Na primeira parte é exposto como se realizam as transações comerciais e financeiras entre países. A segunda parte busca esclarecer os efeitos das políticas monetária e fiscal frente a mobilidade do capital internacional em diferentes taxas de câmbio. Já o terceiro tópico descreve os efeitos dos controles sobre a mobilidade dos capitais.

2.1. Relações Internacionais

O mundo é hoje chamado de globalizado porque as nações estão ficando cada vez mais interdependentes. Essa interdependência não é só de produto, mas de tecnologia e também de capital. Para tanto, os países se utilizam de relações econômicas com outros países, permitindo assim suprir suas necessidades.

O registro das transações entre residentes e não-residentes é o balanço de pagamentos. Na estrutura do balanço de pagamentos temos duas contas: o comércio de bens e serviços, bem como as transferências compõem a conta corrente, enquanto o fluxo internacional de capitais está registrado na conta capital. O saldo do balanço de pagamentos (superávit ou déficit) pode ser de natureza conjuntural e/ou estrutural. A conjuntural é aquela que ocorre eventualmente e se corrige posteriormente (seca na agricultura, greve na indústria); já a causa estrutural é permanente, que pode ter diversas origens, como o não acesso a tecnologia e recursos financeiros, por exemplo.

Um aspecto importante das relações comerciais é a influência internacional sobre os preços domésticos, já que as variações nos preços internacionais podem alterar custos e preços internos e mesmo afetar a demanda. Essa influência pode se dar em dois aspectos: pelo aumento (redução) dos preços das matérias-primas, sujeitas a flutuações entre oferta e demanda, que alteram os custos e preços dos produtores nacionais; e pelas alterações dos preços dos produtos manufaturados estrangeiros, que pode deslocar a demanda para produtos estrangeiros.

Nas relações internacionais na área das finanças, os agentes econômicos buscam os melhores retornos para seus ativos e sua devida segurança. A demanda por um ativo em moeda estrangeira é determinado pelo valor futuro desse ativo, e este depende da taxa de juros e a mudança esperada da taxa de câmbio em relação às outras moedas. Entretanto, investidores podem avaliar alguns ativos não pelo seu rendimento futuro, mas sim pelo seu risco (desvalorização cambial, elevação da taxa de juros, etc.) e liquidez (custo e a velocidade em que os investidores podem dispor deles).

Há duas alternativas diante do risco: fazer um *hedge*, ou manter a posição em *aberto*, especulando uma evolução favorável das taxas de câmbio corrente e futura, bem como da taxa de juros. Os meios mais usados para proteção (*hedge*) contra o risco são os valores mobiliários derivativos (obtem seu valor do preço de um bem mobiliário ou um índice) e, entre esses, os mais usados são os contratos futuros, a termo e o mercado de opções. Um contrato futuro ou a termo, dá a oportunidade de fazer um contrato no dia para uma compra ou venda de um ativo ou valor mobiliário a um preço específico, mas adia o pagamento da transação para uma data combinada no futuro; já o mercado de opções garante o direito ao investidor de comprar ou vender um valor mobiliária num preço especificado dentro de um período de tempo determinado (Clarke, 2000).

As transações comerciais e financeiras entre os países, com seus sistemas monetários distintos, são intercedidas pela conversão (câmbio) entre suas moedas. A taxa de câmbio nominal depende do confronto entre demandantes e ofertantes de divisas (mercado cambial), o que inclui a ação de autoridades monetárias sobre a oferta e demanda. São vendedores de moeda todos que recebem em moeda estrangeira e precisam trocá-las por moeda nacional (exportadores, tomadores de empréstimos externos, turistas estrangeiros, investidores estrangeiros em bolsa de valores entre outros); são compradores aqueles que necessitam de moeda estrangeira em troca da nacional (importadores, turistas, aplicadores em bolsas de valores, etc.). Os bancos comerciais estão no centro do mercado cambial, já que a maioria das transações de câmbio envolve a troca de depósitos bancários em diferentes moedas.

Teoricamente, há duas situações extremas quanto ao movimento da taxa de câmbio. O governo pode estabelecer uma taxa de câmbio fixa e comprometer-se a comprar e suprir, respectivamente, os excessos de oferta e demanda de divisas, utilizando-se de seu estoque de reservas externas. O limite desse sistema se dá no momento em que déficits

sucessivos no balanço de pagamentos esgotem as reservas e conseqüentemente, a capacidade de intervenção sobre o câmbio. No outro extremo, o governo pode deixar que a taxa de câmbio seja perfeitamente flexível, determinada pelas flutuações (oferta e demanda) de mercado, não havendo assim, a necessidade de manter estoques de reservas. Nesse caso, o balanço de pagamentos sempre zera, pois a taxa de câmbio se ajustará para tornar a soma das contas corrente e capital igual a zero. Concretamente, os regimes cambiais se localizam entre os extremos: taxas semifixas dentro de bandas de variação ampla ou reduzida; ou flutuação “suja”, em que há intervenções por parte do banco central.

É importante observar que, para relacionarmos diversas mercadorias produzidas em diferentes países e medir a competitividade dos produtos domésticos em relação aos estrangeiros, é necessário obter a taxa de câmbio real. A posição real dos preços locais em relação aos externos depende da evolução simultânea da taxa nominal de câmbio e dos preços locais e externos, ou seja, $R = \frac{eP^*}{P}$ onde (e) é a taxa de câmbio nominal,

P

(P*) é o nível de preços externo e (P) é o nível de preços doméstico. Assim, uma elevação de preços aprecia o valor real da moeda na qual tais preços são expressos e, um aumento (diminuição) na taxa nominal de câmbio representa uma depreciação ou desvalorização (apreciação ou valorização) da moeda local em relação à divisa tomada como referência. Portanto, quando a moeda de um país é desvalorizada, as suas importações se tornam mais caras e suas exportações mais competitivas. Uma valorização tem efeitos opostos: incentiva as importações e inibe as exportações.

2.2. O modelo Mundell-Fleming

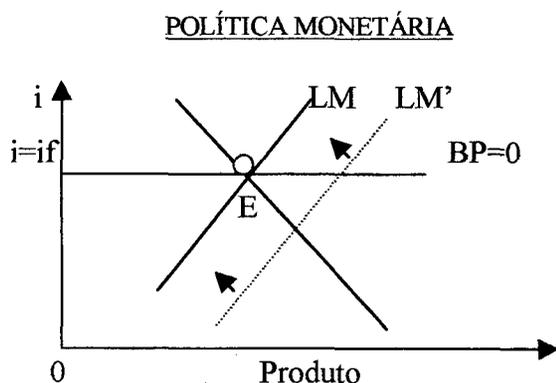
Outra influência da taxa de câmbio sobre o sistema doméstico é a movimentação de capitais. Segundo Dornbusch & Fischer (1991), há mobilidade de capital, quando os investidores podem comprar um volume ilimitado de ativos rapidamente, em qualquer país de sua escolha, com custos de transação baixos. Os investidores internacionais procurarão sempre o melhor rendimento levando em conta o risco das operações. Como os diversos países não possuem as mesmas regras (diferenças fiscais, controladores sobre a entrada e saída de capitais) e nem o mesmo risco (variação cambial, moratória), o que permite equiparar estas diferenças são as taxas de juros. Assim, devido às políticas fiscal e monetária afetarem a taxa de juros, elas terão efeitos sobre a

contas capital, e conseqüentemente, sobre o balanço de pagamentos. Portanto, o uso combinado de política monetária e fiscal pode levar ao equilíbrio interno e externo.

Entretanto, a política econômica a ser adotada deve observar que os investimentos internacionais se diferenciam, o que pode ser essencial para o objetivo que se destina. O investimento externo em portfólio (ou em carteira) se refere ao ingresso de capital estrangeiro via ativo financeiro (ações ou bônus de uma empresa, títulos governamentais, fundos de renda fixa, etc.) e, além de ser muito volátil, seu tempo de permanência geralmente é de curto prazo. Já no investimento externo direto, o ingresso do capital estrangeiro é via aquisição de um ativo real (ações que possibilitem o controle sobre a empresa, ou a própria fábrica por exemplo), com prazo de permanência mais dilatado e com menos mobilidade.

Usando o modelo de Mundell-Fleming¹ (Dornbusch & Fischer, 1991), temos uma melhor compreensão de como as políticas monetária e fiscal trabalham sob alta mobilidade de capital e, em taxas de câmbio fixa e flexível. É importante frisar que havendo perfeita mobilidade de capital e, partindo da hipótese que o risco é igual, o balanço de pagamentos somente estará em equilíbrio quando a taxa de juros interna for igual a externa.

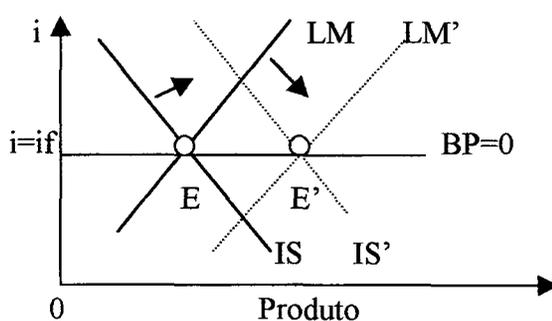
2.2.1. Com perfeita mobilidade de capitais e taxas de câmbio fixas



¹Robert Mundell e Marcus Fleming desenvolveram na década de 60 uma análise do modelo IS-LM (representa o equilíbrio nos mercados de bens e monetário) para uma economia aberta e com perfeita mobilidade de capital.

A expansão monetária decorrente da compra de títulos públicos, via mercado aberto, reduz a taxa de juros interna. Com o diferencial na taxa de juros, os investidores abandonam suas posições com títulos domésticos por títulos estrangeiros, pressionando a taxa de câmbio. A resposta dos fluxos de capital é rápida, com a saída expressiva de capitais, obrigando o banco central a intervir para que o câmbio não se desvalorize, vendendo moeda estrangeira. No entanto, enquanto a quantidade de moeda em circulação continuar maior do que a do período inicial, o Banco Central vai precisar vender reservas até que seja absorvida a expansão monetária inicial. Observa-se que o efeito da expansão monetária é rápido, enquanto o tempo de ajuste é mais lento. O resultado final não é compensador já que há apenas a redução de divisas sem mudanças positivas na economia.

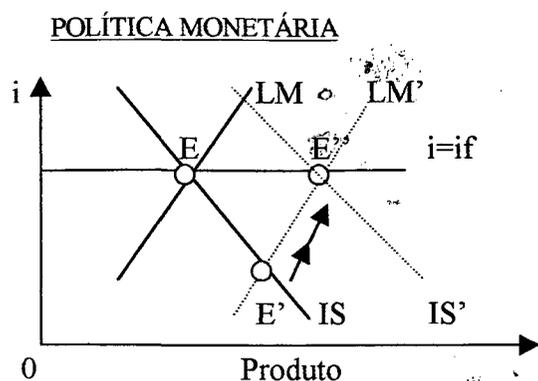
EXPANSÃO FISCAL



Com a oferta monetária inicialmente fixa, uma expansão fiscal gera um aumento da demanda agregada, o que pressiona a taxa de juros, já que a procura por moeda será maior que a oferta. Com o diferencial na taxa de juros, há a entrada maciça de capitais, pressionando a valorização do câmbio. Para manter a taxa de câmbio, o banco central compra a moeda estrangeira, expandindo a oferta monetária, aumentando ainda mais a renda. O ajuste se efetivará quando a expansão monetária voltar ao ponto inicial, em que a taxa de juros interna se iguala à taxa internacional.

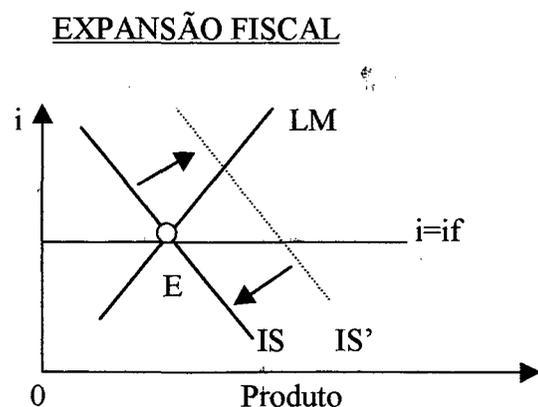
Portanto, sob taxas de câmbio fixas e perfeita mobilidade de capital, a política fiscal é eficaz, levando o banco central a aumentar a base monetária para manter a taxa de câmbio constante, reforçando o efeito fiscal expansionista. Já a política monetária é ineficaz, sem mudanças no produto.

2.2.2. Com perfeita mobilidade de capitais e taxas de câmbio flutuantes



É importante lembrar que sob taxas de câmbio totalmente flexíveis, não há intervenção por parte do governo sobre a taxa de câmbio, e que qualquer déficit (superávit) em conta corrente deve ser financiado pela entrada (saída) de capital, o que implica que o balanço de pagamentos sempre será igual a zero. Outro ponto importante é que não há nenhuma ligação entre balanço de pagamentos e oferta monetária já que não há a obrigação de intervir, embora o banco central ainda possa determinar a oferta monetária.

Verifica-se agora, o que acontece quando o banco central promove uma compra de títulos no mercado aberto, aumentando a oferta monetária. O aumento da oferta monetária reduz a taxa de juros internas a um nível inferior à externa, provocando uma fuga de capitais e, assim, uma desvalorização da moeda. Esta, por sua vez, torna os produtos domésticos mais baratos no mercado internacional, melhorando o saldo da balança comercial. Temos assim, um aumento da demanda agregada pela redução dos juros internos, e pela melhora na balança comercial. O ajuste se dará gradualmente, até o momento em que as taxas de juros internas se igualarem as internacionais.



Uma política fiscal expansionista, como no caso de um aumento nos gastos, eleva a demanda agregada e, por si, a necessidade de maior liquidez. Partindo da premissa de que a oferta monetária se manteve constante, o aumento da demanda por moeda provoca a elevação da taxa de juros interna. O diferencial entre as taxas de juros interna e externa motiva a entrada de capitais e, conseqüentemente, a valorização do câmbio. A valorização gradual do câmbio faz com que os produtos domésticos percam competitividade no mercado internacional, incorrendo em déficits contínuos na balança comercial.

Assim, sob taxas de câmbio flutuantes, a política monetária é altamente eficiente, já que a expansão monetária leva a uma desvalorização do câmbio, aumentando as exportações e a produção local. A expansão fiscal é ineficaz, pois causa a valorização do câmbio, com a deterioração da balança comercial.

2.3. Controles de capital

Nos casos anteriores, observamos como as políticas monetária e fiscal atuam sob total mobilidade de capital. Na realidade, os fluxos internacionais de capital são freqüentemente limitados pelas autoridades monetárias ou por outros fatores, como pelo risco de inadimplência ou de informações imprecisas. Os controles² têm como efeito o rompimento da condição de arbitragem dos juros, ou seja, as taxas de juros interna e externa não terão que, necessariamente, se equívaler (Sachs & Larrain, 1998).

2.3.1. Taxas de câmbio fixas com controle de capital

Quando o banco central aumenta a oferta de moeda via operação de mercado aberto, há o aumento da base monetária e conseqüentemente, a redução da taxa de juros. Como observamos anteriormente, com perfeita mobilidade de capital, qualquer redução da taxa de juros interna era rapidamente eliminada, à medida que os investidores vendessem títulos domésticos e adquirindo títulos estrangeiros. Com os controles de capitais, os investidores não podem adquirir títulos estrangeiros, e assim, reverter a queda da taxa de juros.

² Controles são restrições aos afluxos e influxos de capital. Um aumento no imposto financeiro é um exemplo de restrição ao influxo e, restrições ao pagamento amortização da dívida por parte das empresas públicas é um exemplo de controlador sobre afluxos.

Entretanto, se partirmos da hipótese de que os preços internos e externos se mantenham constantes, a redução da taxa de juros real reduz a poupança e eleva o investimento. O aumento da demanda agregada gera, conseqüentemente, déficit na balança comercial. A pressão sobre o câmbio faz o governo intervir, vendendo moeda estrangeira, o que reduz as reservas e a base monetária. Com o passar do tempo, à medida que a oferta monetária se reduz, as taxas de juros se elevam até voltarem ao nível inicial.

Conclui-se, portanto, que tanto no caso de perfeita mobilidade de capital como com controles, o resultado final é o mesmo, ou seja, o aumento da oferta monetária é eliminado, com perdas de divisas por parte do banco central. Entretanto, o tempo decorrido e os canais pelos quais isto acontece são diferentes.

2.3.2. Taxas de câmbio flexíveis com controle de capital

A combinação dessas variáveis significa que a conta corrente deve estar sempre em equilíbrio, já que não há movimentação de capitais em virtude dos controles de capital e nem intervenções por parte da autoridade monetária, ou seja, a economia não pode tomar empréstimos do resto do mundo.

O resultado é o mesmo com e sem movimentação de capitais, já que a taxa cambial sofre uma desvalorização suficiente para aumentar os preços na mesma proporção do aumento da base monetária. A oferta monetária volta ao nível inicial, e as taxas de juros e a conta corrente continuam inalteradas depois da expansão monetária.

CAPÍTULO III – QUADRO MACROECONÔMICO DA ECONOMIA BRASILEIRA NA DÉCADA DE 90

Esse capítulo procura desenvolver uma síntese da economia brasileira na década de 1990, relatando e analisando como as medidas econômicas adotadas no período foram as responsáveis pela evolução das principais variáveis macroeconômicas.

3.1. Abertura econômica

A abertura da economia brasileira representa a grande transformação estrutural dos últimos anos. Iniciada em 1988, ainda no governo Sarney, foi intensificada no governo Collor a partir de 1990. A eliminação das restrições à importações e a redução das alíquotas significaram um enorme desafio para a indústria brasileira, mas também possibilitou avanços significativos na modernização da indústria brasileira, ao avanço tecnológico e a qualidade dos produtos, bem como a queda real de preços.

Há de se destacar também a notável recuperação dos fluxos de capitais privados para o Brasil no início dos anos 90. A volta dos capitais privados é creditada a fatores externos e internos. Cardoso e Goldfajn (1998) destacam como fator externo o declínio da taxa de juros de curto prazo norte-americana no início nos anos 90, e a recessão nos Estados Unidos e no Japão que tornou mais atraentes as oportunidades de lucro nos países em desenvolvimento. Como fator interno, destacam as reformas orientadas para o mercado, tais como a liberação do comércio e do mercado financeiro, que reduz os riscos e estimula o influxo de capitais.

Embora tenha obtido grandes progressos com o mercado internacional, a situação interna estava descontrolada. As tentativas de estabilização econômica haviam fracassado, a inflação ressurgia gradualmente, num ambiente recessivo. A situação econômica e, principalmente, questões políticas levaram à queda do então Presidente da república Fernando Collor de Mello.

Já em 1993, no governo Itamar, o então Ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso anunciava o Programa de Ação Imediata (PAI). O PAI tinha como objetivo promover o equilíbrio fiscal e garantir a premissa de uma inflação essencialmente

inercial³. O governo sustentava a idéia de que os gastos estariam acima das possibilidades orçamentárias, o que levava ao financiamento de uma parte dos gastos através de emissão de moeda, que pressionavam os juros e a inflação. Controlando o déficit operacional⁴, o que restasse seria muito mais uma questão monetária do que fiscal. O PAI gerou cortes na proposta orçamentária de 1994, com a esterilização de 20% das destinações orçamentárias e, mais tarde, como Fundo de Estabilização Fiscal (Carcanholo, 1998).

3.2. Plano Real – concepção e implantação

O Plano Real foi implementado em três etapas, que visavam (Ministério da Fazenda, 2001):

- a) Equilibrar as contas do governo, objetivando eliminar a principal causa da inflação brasileira, através do Programa de Ação Imediata (PAI);
- b) Criar um padrão estável de valor, a Unidade Real de Valor (URV);
- c) Emitir a partir dessa unidade padrão de valor uma nova moeda nacional de poder aquisitivo estável, denominado Real.

A partir de 1993, com a implementação do PAI, inicia-se uma nova fase na dinâmica da economia brasileira com mudanças significativas no comportamento e padrão de financiamento das finanças públicas nos vários níveis de governo. O PAI tinha por objetivo ajustar as contas do governo, através de um conjunto de medidas voltadas para a redução e maior eficiência dos gastos da União no exercício de 1993, bem como recuperar a receita tributária federal, equacionar a dívida dos Estados e Municípios para com a união, ter maior controle sobre os Bancos estaduais, iniciar o saneamento dos Bancos federais e aperfeiçoar o programa de privatizações.

³ A inércia inflacionária ocorre quando a taxa de inflação reage lentamente às variações na política econômica. Ela ocorre no momento em que os agente econômicos passam automaticamente os aumentos dos custos para os preços, sem estarem vinculados, necessariamente, à pressão da demanda.

⁴ Déficit operacional soma de um lado as receitas de impostos e, de outro lado, todas as despesas da administração direta e indireta, inclusive juros e transferência aos demais orçamentos (empresas estatais e autoridades monetárias, sendo que a diferença, o déficit, é financiado pela colocação de títulos públicos e/ou aumento da base monetária.

Os gastos muito acima das receitas, levava ao financiamento de uma parte dos gastos através de emissão de moeda, que pressionavam os juros e a inflação. Portanto, o governo utilizava a inflação para empatar as despesas com a receita disponível. Para acabar com esse círculo vicioso, foram tomadas medidas para que o déficit fosse controlado, como o corte de US\$ 6 bilhões das despesas no orçamento de 1993, abrangendo todos os Ministérios; elaboração de uma proposta orçamentária para 1994 baseada numa previsão realista da receita; e a elaboração do projeto de lei para limitar em 60% a participação dos salários do funcionalismo na receita corrente da União, assim como dos Estados e Municípios.

Além dos cortes drásticos de gastos, foram tomadas medidas para recuperar receitas, como o Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira (IPMF), além de defender uma ampla reforma tributária, já que o governo sustentava que o equilíbrio fiscal seria condição fundamental para que a estabilidade fosse sustentável a longo prazo.

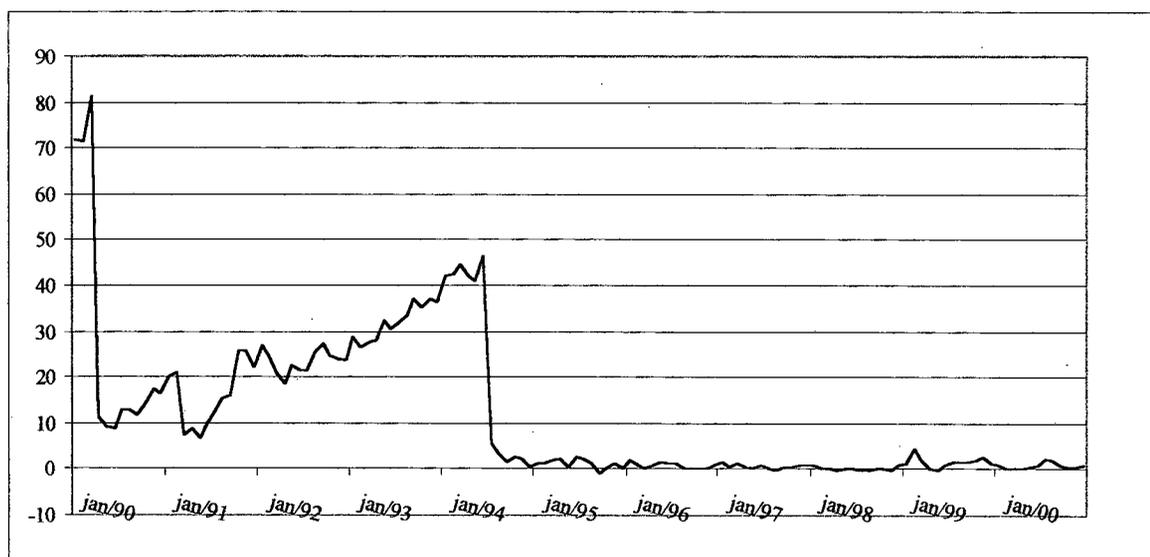
A partir de março de 1994, entra em vigor a Unidade Real de Valor, a URV, à qual se reportavam os preços de todos os produtos e serviços do país. A criação da URV viria proporcionar aos agentes econômicos uma fase de transição para a estabilidade de preços. Este padrão de valor se integraria ao Sistema Monetário Nacional, através da sua cotação fixada diariamente pelo Banco Central com base na perda do poder aquisitivo do Cruzeiro Real. A URV seria a base para denominar contratos e demais obrigações, bem como para referenciar preços e salários. Como principal indexador da economia, baseada em 3 índices (IPCA-E do IBGE, IGP-M da FGV e IPC da FIPE), a URV causou uma aceleração nos índices inflacionários nos meses seguintes (figura 1), e durou até a troca para o novo padrão monetário, em final de junho. O IGP_DI registrou uma variação de 44,8% em março e, 46,6% em junho, frente aos 36,2% em dezembro de 1993.

Em julho de 1994, a medida provisória nº 542 pôs em ação a última fase do Plano de Estabilização Econômica, marcada pela entrada em circulação de uma nova moeda nacional de poder aquisitivo estável. Transformou-se a URV em meio circulante, com a denominação "Real", na proporção de uma URV para R\$ 1,00 valendo 2.750,00 da moeda antiga. Além do mais, a taxa de câmbio foi determinada, inicialmente, com limite superior de R\$ 1,00 para US\$ 1,00, mas sem determinar o nível inferior. Na prática, significa que somente haveria uma intervenção caso o real se desvalorizasse em relação ao dólar, mas deixava o mercado livre caso houvesse uma tendência de valorização do

câmbio. O objetivo dessa política era de incentivar as importações, para que a concorrência internacional forçasse a queda dos preços internos.

Com a substituição do Real pela URV e solucionado o problema da inflação inercial (indexação), a inflação caiu espantosamente. O IGP-DI regrediu de 46,58% em junho de 1994 para 5,47% no mês seguinte, e dígitos próximos de zero posteriormente, como observamos no gráfico 1.

Figura 1: Taxa Inflação Mensal (IGP-DI)



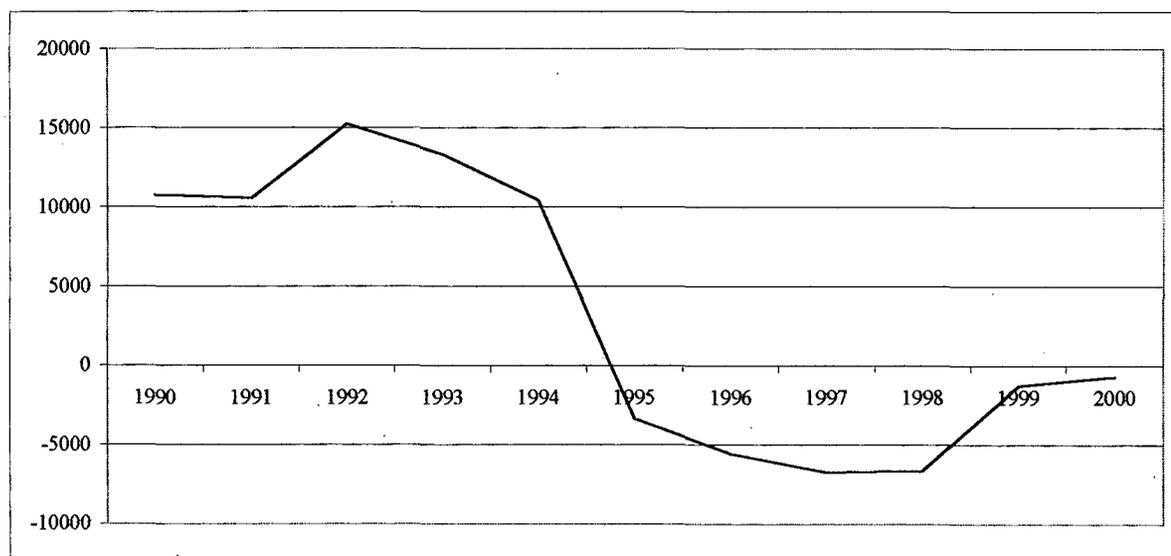
FONTE: Boletim Banco Central

Com a queda da inflação, houve um processo de monetização na economia, ou seja, uma maior procura por papel-moeda e depósito à vista pelo público. Segundo dados do Banco Central, houve um crescimento da base monetária em 394% nos últimos seis meses de 1994, passando de R\$ 3,5 bilhões para R\$ 17,3 bilhões. Como o excesso de liquidez no mercado poderia pressionar os preços, o governo interveio via política monetária, como o aumento das taxas de recolhimento de compulsório.

Os impactos do aumento da demanda interna e a valorização do câmbio (o dólar chegou a valer 0,84 centavos de real em novembro de 1994) mudaram drasticamente a situação do balanço de pagamentos. Como vemos no figura 2, de 1990 até o terceiro trimestre de 1994 a balança comercial mantinha saldos comerciais positivos. Entretanto, a situação mudou com a implantação do plano real. As importações que totalizavam 13,3

bilhões de dólares no primeiro semestre de 1994, passaram para 19,7 bilhões em segundo semestre de 1994, ou seja um aumento nas importações de US\$ 6,4 bilhões (48,3%). Já as exportações declinaram a partir de agosto, e o saldo comercial negativo a partir do quarto trimestre de 1994 (US\$ 561,9 milhões).

Figura 2: Balança Comercial (US\$ Milhões)



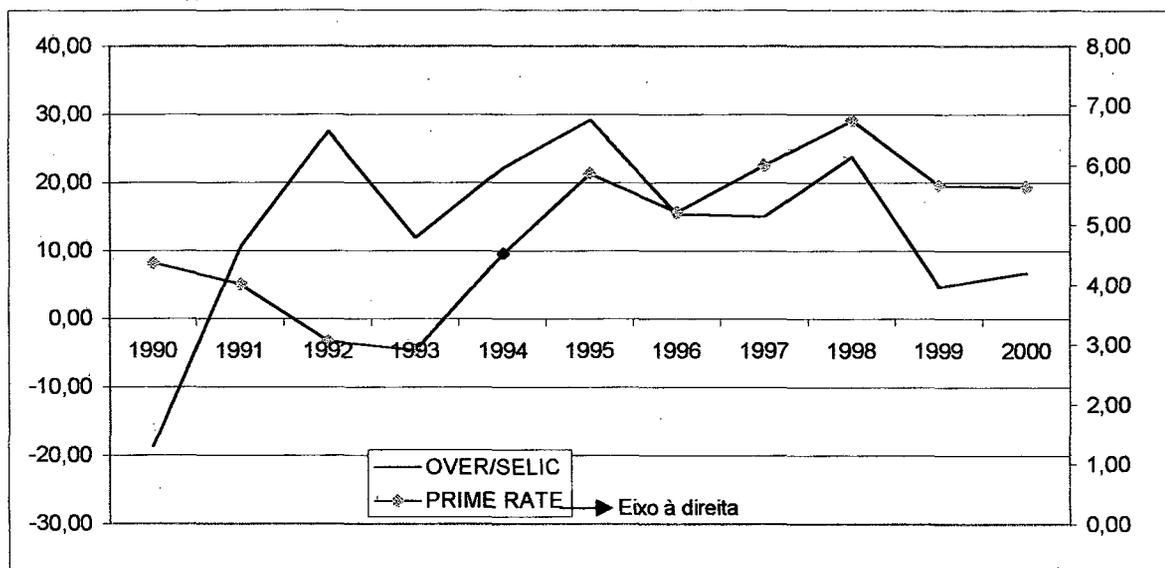
FONTE: Boletim Banco Central

Os efeitos do câmbio sobrevalorizado sobre a economia foram rápidos. Como vemos no figura 2, o Brasil incorreu em contínuos déficits comerciais do final de 1994 até 1998. Com a desvalorização cambial no início de 1999, se percebe uma sensível recuperação, mais pela queda das importações (14,7% em relação a 1998), já que também houve redução nas exportações (6,08%), pelos efeitos recessivos das políticas adotadas quando da crise. Já em 2000, amenizados os efeitos da crise, e com o câmbio favorável, as exportações cresceram 14,7% em relação a 1999, mas sem efeitos positivos sobre o saldo comercial, já que as importações também cresceram 13,2%.

Mas não há como negar que grande parte do sucesso do Plano Real deva ser creditado à participação das importações, que permitiu atender ao aquecimento da demanda adicional, gerada com a perspectiva de estabilização da economia, ao mesmo tempo em que acirrou a competitividade no mercado nacional.

Para dar sustentação a esse cenário, o país criou uma forte dependência dos fluxos de capitais. Os capitais de longo prazo (investimento direto) foram atraídos, em grande parte, via privatizações de empresas públicas. Já os capitais de curto prazo (investimento em portfólio), via redução de controles sobre fluxos, mas em especial, por elevadas taxas de juros (figura 3).

Figura 3: Taxas de Juros Reais



FONTE: Boletim do Banco Central

A atração de capitais na escala requerida para atender aos elevados déficits em conta corrente vem exigindo um diferencial significativo entre as taxas de juros doméstica e externa. Os juros reais em patamares médios que chegaram a atingir cerca de nove vezes a média internacional (tabela 2) são um enorme atrativo ao investimento internacional. Este foi o principal fator de crescimento das reservas cambiais brasileiras até o final de 1998, onde o governo mantinha um câmbio fixo (bandas largas e estreitas), muito acima das reais necessidades impostas pelo déficit da balança comercial.

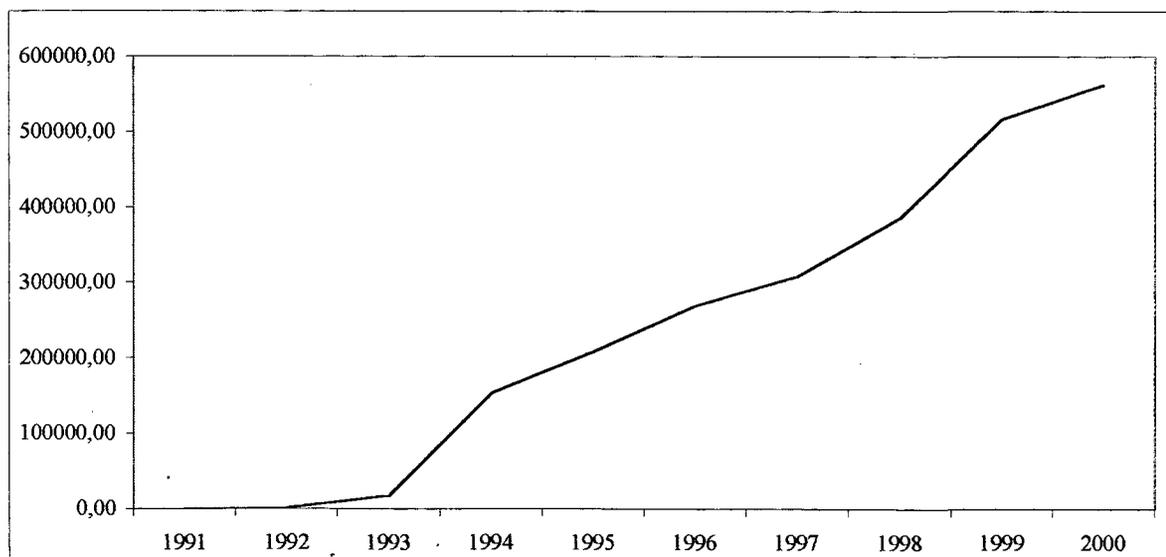
Este diferencial de juros manteve-se elevado, desde a implantação do Real, por duas razões: 1) a velocidade de crescimento do déficit em conta corrente e 2) os "choques de desconfiança" causados, em primeiro lugar, pela crise mexicana e, depois, pelos episódios asiático e russo. Naturalmente, durante as crises, a taxa de juros oferecida ao investidor estrangeiro atingia níveis absurdos. Depois de passada a crise, as taxas caíam lentamente, entretanto, como podemos observar na figura 3, sempre praticando taxas de

juros muito acima das internacionais. A partir de 1999, com a adoção do câmbio flutuante e, portanto, sem a necessidade de manter elevadas reservas internacionais, as taxas reais de juros se reduziram a patamares internacionais.

Embora a política monetária tenha contribuído no processo de estabilização da moeda, seus efeitos sobre o endividamento interno são consideráveis. Quando o governo opta por financiar o seu déficit orçamentário através da emissão de títulos públicos, o nível da taxa de juros passa a ser um dos determinantes do endividamento interno. Como podemos observar na figura 4, a dívida do setor público cresceu exacerbadamente a partir do plano real, passando de 153 bilhões de reais em 1994 para 563 bilhões no ano de 2000, principalmente pela absorção da liquidez provocada pela entrada de capitais e pelas altas taxas de juros reais.

Em princípio, o endividamento não é algo danoso para a economia. Dependerá do porquê se opta por uma dívida. Desde que o produto dessa dívida signifique a ampliação dos investimentos, o benefício econômico e social geralmente é compensador. Um segundo aspecto é a condição do endividamento, ou seja, o custo (taxa de juros) e a que prazo o mesmo será assumido, para que haja compatibilidade entre o custo do endividamento e o retorno do investimento, dando condições para que o endividamento traga, a longo prazo, as condições para sua liquidação.

Figura 4: Dívida do setor público líquida (R\$ milhões)



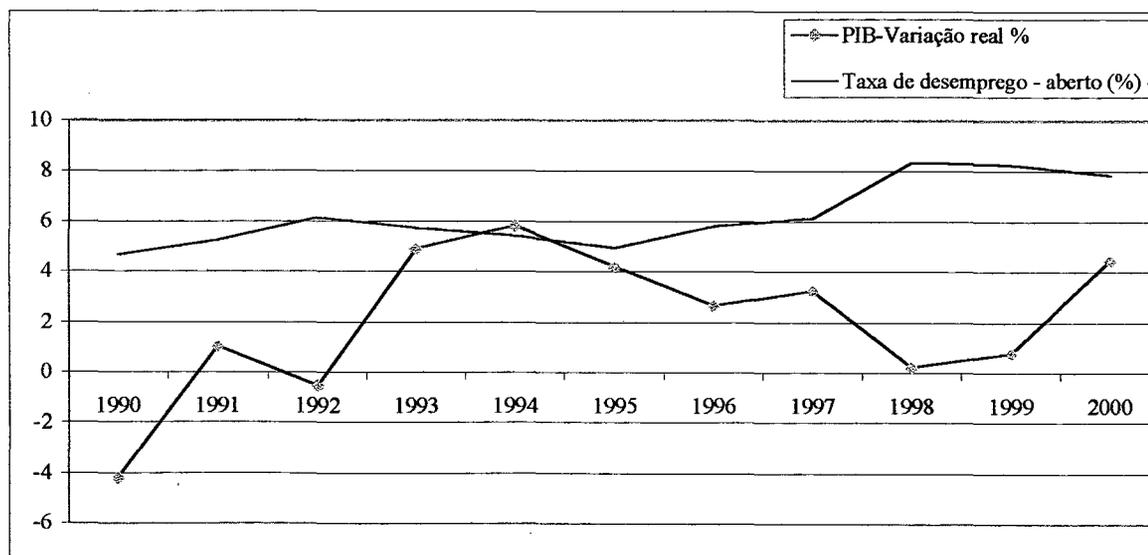
FONTE: Boletim Banco Central

No Brasil o caso tem se agravado e mencionado com preocupação. O ônus apresentado pela diferença da remuneração das reservas no mercado internacional, de apenas 5 a 6% ao ano, não se compara aos exorbitantes juros exercidos internamente, que chegaram a atingir 30% reais ao ano. Mesmo aceitando-se os pressupostos da política monetária quanto à necessidade de manter os atrativos para os recursos externos e inibir a demanda doméstica, questionou-se muito a necessidade de níveis tão altos. Nota-se que mesmo com a mudança na política econômica a partir de 1999, o endividamento interno manteve a tendência de alta. Desse fato deriva a dúvida: até que ponto o ritmo de endividamento é suportável?

Outro ponto importante e que trouxe outra preocupação: o câmbio valorizado e os juros elevados praticados até 1998 teriam sacrificado o nível de atividade interno, com conseqüente impacto no nível de emprego.

Quando a economia entrou em processo de desaquecimento, entre 1995/98, e o nível de emprego começar a cair, o desemprego passou a ter três fontes distintas: 1) o desemprego por queda no nível de atividade; 2) por concorrência dos produtos importados e; 3) o desemprego derivado da modernização das empresas no país.

Figura 5 Variação real do PIB e Taxa de desemprego



FONTE: IBGE / DIEESE

* Desemprego Aberto: Pessoas que procuram trabalho de maneira efetiva nos 30 dias anteriores ao da entrevista e não exerceram nenhum trabalho nos últimos 7 dias.

A retração da economia não afetou apenas o nível de emprego do país, afetou também a saúde financeira de suas empresas produtivas. As empresas, que se modernizaram e fizeram planos de crescimento, estão sofrendo sérios problemas financeiros de insolvência e rentabilidade, além daquelas já absorvidas por empresas multinacionais

Já a partir de 1999, com o câmbio flutuante há uma sensível recuperação do nível de atividade econômica, com um crescimento real do PIB de 4,46% em 2000, e redução de 0,5% no nível de desemprego, em relação a 1998. Essa melhora se explica pelo novo vigor das exportações, a partir da desvalorização cambial e, pela recuperação do crédito, a partir do câmbio flutuante, que permitiu a adoção de taxas de juros equivalentes as internacionais.

CAPÍTULO IV: VULNERABILIDADE FINANCEIRA EXTERNA

4.1. Introdução

Países em desenvolvimento têm se defrontado nos últimos anos com uma situação de crônica vulnerabilidade externa. A vulnerabilidade externa, segundo Gonçalves (1996), é um elemento estrutural da evolução de economias em desenvolvimento, que têm experimentado distintos padrões de inserção internacional: fase primário-exportadora, modelo de substituição de importações, e expansão das exportações com sacrifício do mercado interno.

A vulnerabilidade externa, analisa Gonçalves (1996), manifesta-se em distintas esferas das relações econômicas internacionais: comercial, tecnológica, financeira e produtivo-real. Tal vulnerabilidade seria fruto de processo histórico-cultural dos países em desenvolvimento, seja como fator determinante dos períodos de crise, seja pelo papel-chave das mudanças do padrão de inserção internacional no processo de superação da crise econômica. Em momentos críticos da história contemporânea, com crises no balanço de pagamentos, as mudanças de política econômica externa acabam agravando ainda mais a situação de vulnerabilidade externa do país. No Brasil, o choque do petróleo nos anos 70, a crise do endividamento externo nos anos 80, e a instabilidade do sistema financeiro internacional nos anos 90 são exemplos históricos marcantes de fatores desestabilizantes externos.

O objetivo desse capítulo é efetuar uma avaliação do contexto da fragilidade financeira externa no Brasil durante a década de 90, procurando mostrar que a tendência ao crescimento da fragilidade está diretamente ligado à política econômica adotada, e que tem colocado o país bastante vulnerável às mudanças no cenário internacional. Para tal, utilizou-se o índice desenvolvido por Paula e Alves júnior (1999), a partir do conceito de fragilidade financeira de Hyman Minsky.

4.2. Considerações sobre o índice

A decisão de investir, ou não, depende de muitos fatores. Podemos citar os principais como, fontes de financiamentos, os riscos que derivam do investimento, de que maneira serão realizadas as amortizações, entre outras. Ao decidir sobre esses fatores, o

investidor estará assumindo uma postura, já que espera um determinado lucro futuro para cumprir os débitos financeiros assumidos.

Dependendo da estrutura financeira, o investidor terá assumido uma postura: hedge, especulativa ou ponzi⁵. Na condição hedge, há garantias de que os lucros são suficientes, em todos os períodos futuros, para cobrir as despesas com juros e o pagamento de amortizações, e no caso de participar do comércio internacional, com variações no câmbio. Adotando uma postura especulativa⁶, as margens de segurança são menores que uma postura hedge, já que na avaliação do investidor não haverá mudanças nos custos financeiros a ponto de inviabilizar seus projetos. Nesse caso, se os juros sobem e/ou há variações no câmbio, as despesas financeiras assumidas se elevam, obrigando-as a recorrer a novos financiamentos para cumprir suas obrigações financeiras. Já numa postura ponzi, o investidor já sabe que os lucros no futuro não são suficientes nem mesmo para cobrir o valor dos juros devidos, obrigando a tomar recursos adicionais para que possa cumprir seus compromissos financeiros. Seu endividamento cresce mesmo sem alterações nos juros ou no câmbio.

O sucesso de uma política monetária restritiva em conter a demanda agregada sem produzir instabilidade, dependerá do grau de fragilidade financeira da economia como todo. Em outras palavras, se a economia for dominada por agentes com postura hedge, um aumento nos juros afetará os gastos e os lucros. Já numa economia frágil, de postura especulativa, a elevação dos juros poderia afetar compromissos financeiros, o que poderia inviabilizar de forma generalizada o pagamento das dívidas e iniciar uma crise financeira. Desse modo, pode-se definir fragilidade financeira externa como o grau de vulnerabilidade de uma economia às mudanças nas condições de financiamento oriundas de alterações nas taxas de juros externas ou ainda nas taxas de câmbio.

⁵ Ponzi foi um “mago das finanças” de Boston que usou o oferecimento de retornos altos sobre depósitos para sustentar uma estrutura intrinsecamente deficitária, enquanto o volume de novos depósitos foi superior a suas obrigações de pagamentos (Gonçalves, et. al., 1998).

⁶ A definição clássica de especulação é de Kaldor (1939), como atividade de compra (ou venda) de mercadorias tendo em vista a revenda (ou recompra) em uma data posterior, quando o motivo de tal ação é a expectativa de uma mudança nos preços à vigor e não uma vantagem resultante do uso, ou uma transformação ou uma transferência de mercado a outro. Difere de arbitragem porque esta se dá entre preços conhecidos, enquanto a especulação se baseia em expectativas (Gonçalves, et. al., 1998).

Aproveitando os argumentos de Minsky para a fragilidade financeira a partir das posturas dos agentes, Paula e Alves Júnior (1999) | construíram um índice de fragilidade financeira externa, entendendo este como o grau de vulnerabilidade de uma economia frente às mudanças de alterações das taxas de juros externas e/ou das taxas de câmbio. A partir de informações do balanço de pagamentos, definiram o grau de fragilidade financeira externa, ou seja, quanto maiores (ou menores) forem as necessidades de que uma economia tenha de recorrer ao mercado internacional para renegociar posições financeiras que não possam ser pago de imediato, mesmo com as taxas de juros e prazos desfavoráveis.

O grau de fragilidade está relacionado à capacidade de pagamento de um país com relação as suas obrigações, assim como o perfil dessas. Esse índice procura comparar as obrigações em moeda estrangeira à sua respectiva capacidade de pagamento.

$$IFE = (M + Dj + Dos + A + CCP_{.1} + PLA_{.1}) / (X + Rj + Ros + RE_{.1} + Id + Eml)$$

Onde temos:

OBRIGAÇÕES

M = importações;

Dj = despesas com juros;

Dos = despesas com outros serviços;

A = amortizações;

CCP_{.1} = estoque de capitais de curto prazo, defasado em um período;

PLA_{.1} = estoque de investimento líquido em portfólio, defasado em um período;

CAPACIDADE DE PAGAMENTO

X = exportações;

Rj = receitas com juros;

Ros = receitas com outros serviços;

RE_{.1} = reservas internacionais acumuladas até o período anterior;

Id = entrada de divisas correspondentes aos investimentos diretos;

Eml = empréstimos de médio e longo prazos.

A defasagem em um período de algumas variáveis se justifica porque os dados primários são trimestrais, e é suposto pelos autores que essas obrigações só podem ser exigidas no trimestre posterior à sua entrada e que esses recursos só serão necessárias para pagamentos no trimestre posterior.

Quanto mais elevado for o valor do índice (0 – 1), maior a propensão de um país ser afetado por mudanças na conjuntura internacional (mudanças nas taxas de juros externas por exemplo) e menor a sua capacidade de cumprir compromissos financeiros

mais imediatos, colocando-se numa maior dependência de refinanciamento externo ou de queima de suas reservas. Por outro lado, quanto menor for o valor deste índice, maior é a capacidade de um país cumprir seus compromissos mais imediatos sem ser necessário recorrer ao refinanciamento e aos seus estoques de reservas. Em outras palavras, à medida que o índice diminui, as obrigações estão sendo cobertas por receitas correntes e por fontes de financiamento de prazo mais dilatado.

4.3. Aplicação do índice de fragilidade para a economia brasileira

A partir de dados sobre o balanço de pagamentos obtidos do boletim mensal do Banco do Central, foi construída uma série do Índice de Fragilidade Externa (IFE) para a economia brasileira, desde o primeiro trimestre de 1990 até o terceiro trimestre de 2000. A evolução das variáveis e seus efeitos sobre a vulnerabilidade externa do país pode ser acompanhada pelo comportamento do índice, que se desenvolve de maneira distinta durante a década de 1990. Distinguiu-se neste trabalho as análises a partir dos dois governos desse período, ou seja: (1º) período que compreende o período de 1990 à 1994, dos governos de Fernando Collor de Melo e Itamar Franco; (2º) período que vai de 1995 até 2000, ou seja, do governo de Fernando Henrique Cardoso.

No primeiro período, tratamos dos governos de Fernando Collor de Melo e Itamar Franco. Uma das características marcantes desse período foi o processo de abertura da economia brasileira, que resultou na volta dos capitais internacionais ao Brasil.

Destacam-se duas mudanças importantes: o aumento extraordinário de lançamento de títulos denominados em moeda estrangeira (bônus, papéis comerciais e notas de exportação) por parte das empresas brasileiras, e a expansão igualmente extraordinária da entrada de investimentos internacionais no mercado de capitais brasileiro a partir de 1991 (O investimento em portfólio passou de US\$ 600 milhões em 1990 para 3,8 bilhões de dólares em 1991, e crescendo extraordinariamente, chegando a US\$13 bilhões em 1993).

Os determinantes desse aumento da captação de recursos externos são os mais diversos, mas podemos citar como mais importantes a maior mobilidade internacional da capitais decorrente da liberalização financeira ocorrida nos países desenvolvidos desde

o final da década de 80, os avanços nas telecomunicações e na informática, o desenvolvimento de serviços financeiros e produtos derivativos no mercado financeiro, bem como queda da taxa de juros internacional. Deve-se mencionar também a estratégia de diversificação dos investidores institucionais norte-americanos nos anos 90, que gerou fluxos significativos de capitais para países em desenvolvimento, principalmente da América Latina.

Tabela 1: Fluxo Líquido de Capitais (em US\$ bilhões)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO						
Investimento Direto	17,4	27,1	29,8	47,8	61,8	71,7
Portfólio	16,2	13,7	26,6	74,5	34,5	28,6
Demais	11,7	34,4	32	18,9	46,5	66,4
Total	45,3	75,2	88,4	141,2	142,8	166,7
AMÉRICA LATINA						
Investimento Direto	6,6	11,2	12,8	13,9	17,7	17,1
Portfólio	17,4	11,4	17,8	51,6	17,4	10
Demais	-6,6	1,5	24	-1,2	13,4	21,8
Total	17,4	24,1	54,6	64,3	48,5	48,9
BRASIL						
Investimento Direto	-0,1	-0,4	1,3	-0,5	0,9	2,4
Portfólio	0,6	3,8	5,4	13	11,6	10
Bolsas	0,1	0,6	1,7	6,7	7,3	2,3
Outros	0,5	3,2	5,7	6,3	4,3	7,7
Demais	-5	-4,9	-3,3	-3,3	-2,5	-0,8
Total	-4,4	-1,5	5,3	9,1	9,9	11,6

FONTE: IPEA

Como podemos observar na tabela 1, há um aumento considerável do fluxo de capitais para os países em desenvolvimento no período de 1990/95, passando de US\$45,3 bilhões em 1990 para US\$166,7 bilhões em 1995, ou seja, um crescimento de 268%. Desse montante, 29,3% foram captados pela América Latina e em torno de 7% pelo Brasil, principalmente, via mercado de capitais.

O principal determinante específico ao caso brasileiro foi a política de juros reais elevados, o que resultou na elevação do diferencial de taxa de juros doméstica e internacional, mas também há de se considerar as mudanças no que diz respeito às aplicações de capital de risco em bolsas de valores no Brasil. Os estímulos concedidos referem-se, principalmente, à redução de restrições quanto à composição de carteiras, prazos mínimos de permanência no país e flexibilidade de movimentação do capital

externo no mercado de capitais brasileiro, incluindo a possibilidade de operar com instrumentos de hedge com derivativos financeiros (mercados futuro e de opções).

Tabela 2: Taxas de Juros Reais Interna e Externa (em %)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Taxa de juro externa											
média	0,36	0,33	0,25	0,24	0,38	0,49	0,43	0,50	0,56	0,47	0,47
mensal											
anualizada	4,36	4,01	3,06	2,91	4,52	5,86	5,22	6,00	6,76	5,67	5,64
Taxa de juro interna											
média	-1,55	0,88	2,30	0,99	1,84	2,43	1,29	1,25	1,99	0,39	0,56
mensal											
anualizada	-18,62	10,58	27,54	11,93	22,07	29,20	15,42	15,04	23,85	4,66	6,76
Diferencial de taxas de juro interna e externa											
Média	-1,92	0,55	2,04	0,75	1,46	1,94	0,85	0,75	1,42	-0,08	0,09
mensal											
anualizada	-14,26	6,57	24,49	9,02	17,54	23,33	10,20	9,03	17,09	-1,01	1,12
Razão entre a taxa de juro interna e a externa											
anualizada	-4,267	2,640	9,015	4,097	4,879	4,979	2,955	2,504	3,530	0,822	1,198

Fonte: Boletim do Banco Central

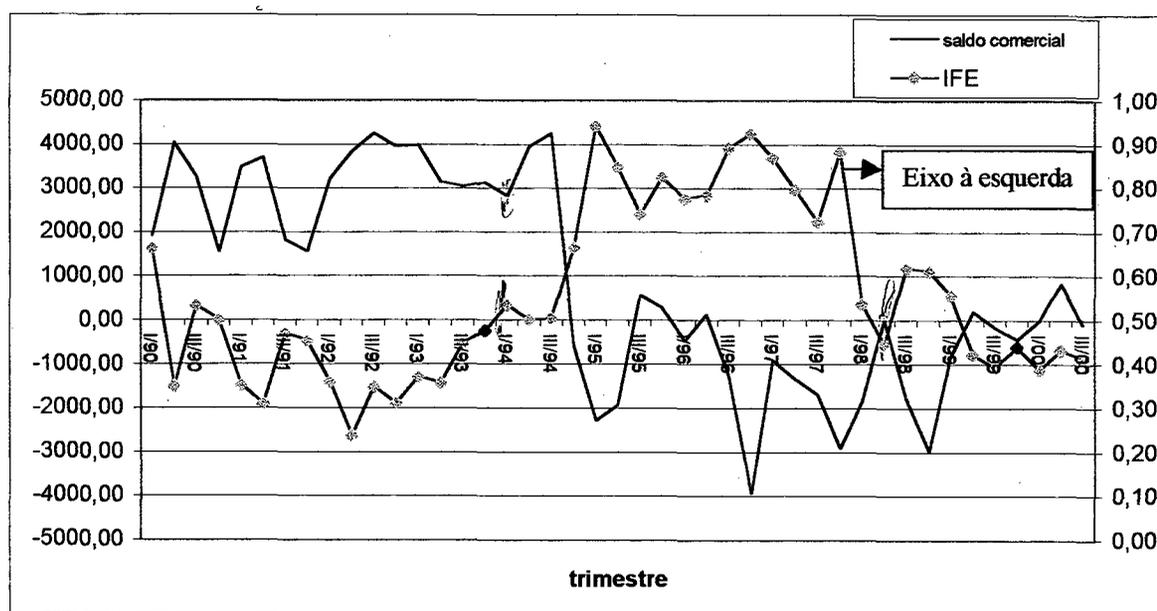
Observando a tabela 2, podemos entender melhor um dos motivos para o aumento do fluxo de capitais para o Brasil. É interessante observar que no período de 1991 a 1998 há um elevado diferencial entre a taxa de juros interna e externa, destacando-se o ano de 1992, onde verifica-se que a taxa média (anualizada) de juros interna foi 9 vezes a taxa de juros internacional, isto é, o investidor estrangeiro ganhava no Brasil em 5 semanas e meia o que ganharia em aplicação no mercado financeiro internacional durante todo um ano. Se observarmos a tabela 1, percebemos que 1993 foi o ano com o maior ingresso de capitais no mercado financeiro, em torno de 13 bilhões de dólares.

Ao mesmo tempo, contrabalançando os efeitos dos investimentos em portfólio sobre o comportamento do índice, observa-se um crescimento significativo dos empréstimos de médio e longo prazos (de US\$ 5008 milhões em 1990 para US\$ 11586 milhões em 1993) e dos investimentos diretos (de US\$ 0,30 milhões em 1990 para US\$ 6170 milhões em 1993). Como resultado do grande fluxo de capitais externos para o país

no período, houve um elevado crescimento no volume de reservas, que saltaram de US\$ 9643 milhões no primeiro trimestre de 1990 para a casa dos US\$ 30747 milhões no quarto trimestre de 1993.

Outro fator importante para a manutenção da estabilidade do índice no período foi o comportamento positivo da balança comercial, que nesse período ainda se beneficiava, em boa medida, pelo câmbio real depreciado, decorrente da regra de minidesvalorizações cambiais então adotada (figura 6).

Figura 6: Fragilidade Financeira Externa e Saldo da Balança Comercial



Fonte: Boletim do Banco Central

É importante observar que se o saldo comercial for negativo, torna-se uma obrigação, e causa um aumento da fragilidade financeira externa, já que terá que buscar outras formas cobrir tanto o déficit comercial como as demais obrigações financeiras. Se o saldo comercial for positivo, ele se torna uma capacidade de pagamento, e portanto, reduz o índice de fragilidade externa, por cobrir outras deficiências (pagamentos de juros, por exemplo), bem como a necessidade de buscar financiamentos.

Analisando o comportamento do índice neste período, podemos observar que ele se manteve em patamares reduzidos (entre 0,2 e 0,6), pela situação positiva do balanço de pagamentos. A balança comercial mantinha superávits, o que equilibrava a

conta transações correntes, e a entrada crescente de capitais, garantindo o nível de reservas suficientes para cumprir seus compromissos de curto prazo.

No segundo período, tratamos do governo de Fernando Henrique Cardoso, que vai de 1995 até 2000. Entretanto, a análise deve ser diferenciada a partir de 1999, pois há mudanças no quadro econômico com a desvalorização do real.

Há mudanças significativas no quadro econômico, comparativamente ao período anterior. No que se refere à questão da estabilidade interna, pode se afirmar, sem dúvida, o combate à inflação, com relativa estabilidade de preços, constituiu fato de extrema importância para a economia brasileira. Entretanto, quando se analisa os outros pilares da situação macroeconômica interna, dificilmente pode-se falar em equilíbrio. O nível de atividade crescendo a taxas reduzidas e decrescentes (de uma variação de 4,22 do PIB em 1995, para uma variação de 2,66% em 1996 e 0,22% em 1998), o potencial de crescimento da economia brasileira comprometida por baixas taxas de investimento, com crescimento do desemprego (de 4,96% em 1995, para 8,35% em 1998) e o endividamento público tem crescido exacerbadamente (de R\$153 bilhões em 1994 para R\$386 bilhões em 1998).

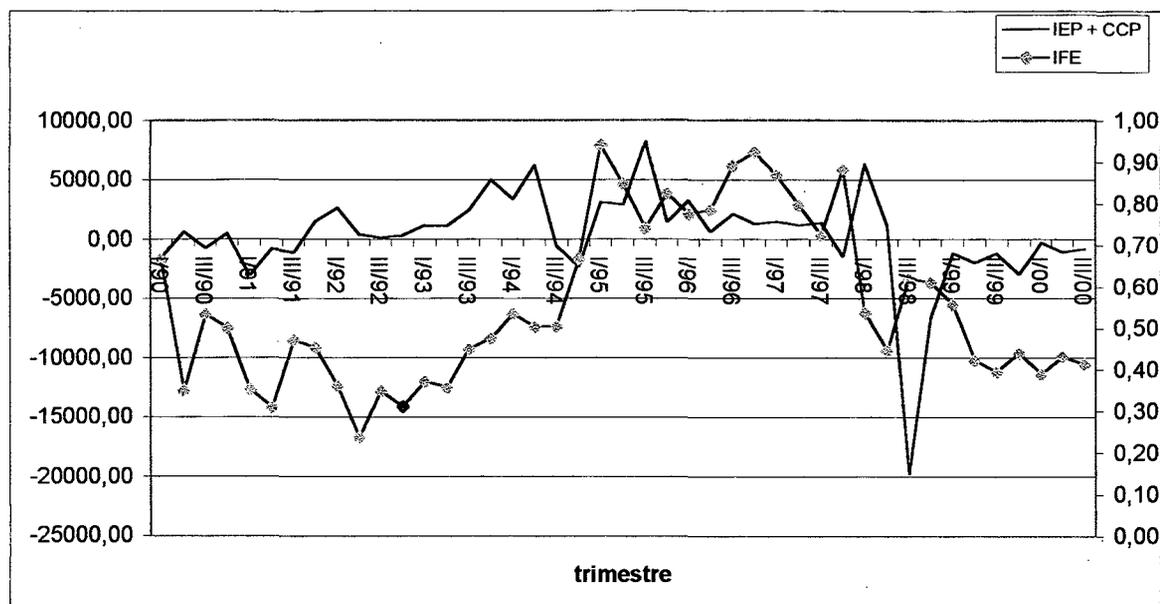
No que diz respeito à estabilidade macroeconômica externa, a situação é de deterioração crescente das contas externas. Nesse período ocorre a inversão na balança comercial (figura 6), comparativamente ao período anterior, fruto da introdução do real, que rapidamente apreciou-se, devido à combinação de uma política de juros reais elevados e pela rigidez cambial.

De fato, é interessante notar como o comportamento do índice de fragilidade financeira externa, que a partir do início do Plano Real no terceiro trimestre de 1994 apresenta uma tendência a alta, está correlacionado negativamente com o resultado da balança comercial (0,88). Esse resultado é esperado, pois a evolução da balança comercial tem sido o principal fator responsável pela deterioração na conta corrente. De acordo com o boletim de Conjuntura do IE/UFRJ, de julho/97, nos três primeiros anos do real, a balança comercial foi responsável por cerca de 2/3 do aumento do déficit em conta corrente.

A única forma que o país teve de financiar os déficits em transações correntes foi através de atração dos capitais externos. Para tanto, manteve-se a taxa de

juros real em patamares elevados para garantir essa atração de recursos externos, como é possível observar na tabela 2, onde a taxa de juros chegou a valer 5 vezes a internacional.

Figura 7: Fragilidade Financeira Externa e Fluxo Líquido de Capitais (US\$ Milhões)



Fonte: Boletim do Banco Central

Nota: IEP = Investimento Externo em portfólio

CCP = Capitais de Curto Prazo

Os dados do Banco Central mostram que o estoque de capital estrangeiro, na forma de investimento direto, aumentou de aproximadamente 45 bilhões no final de 1994 para 72 bilhões de dólares (60%) em 1997, fruto, principalmente, do processo de privatizações das empresas públicas, intensificado nesse período. Cabe também destacar o crescimento considerável dos empréstimos de médio e longo prazo, que cresceram 300% no período de 1994-97. Podemos observar na figura 7, o movimento de capitais de curto prazo e os investimentos estrangeiros em portfólio foi muito oscilatória, principalmente pelas crises externas e seus efeitos de contágio sobre a economia brasileira. Pode-se observar que nos períodos de crise o capital volátil agravava ainda mais a fragilidade da economia brasileira, por ter que buscar refinanciamento em condições e prazos desfavoráveis.

A necessidade constante de buscar refinanciamentos, num ambiente de alta volatilidade de capital definem, respectivamente, uma fragilidade e uma vulnerabilidade externa. Não demorou muito para que a economia brasileira sentisse os efeitos decorrentes de sua política econômica. No período que compreende o terceiro trimestre de 1994 até o

primeiro trimestre de 1995, limitado, inicialmente, pela introdução da nova moeda e pela forte liberalização das importações, e no final, pela crise mexicana e o decorrente “efeito tequila”.

4.3.1. A Crise mexicana e os “efeitos de contágio” sobre a economia brasileira

Não há dúvida de que o estilo de estabilização iniciado na América Latina no início dos anos 90, não teria sido possível sem o forte ingresso de capitais, o que permitiu estabilizar a taxa de câmbio nominal. Com o câmbio nominal fixo ou em processo de crescente sobrevalorização ocorreu, em todos os casos, uma forte deterioração da balança comercial e, por outro lado, o retrocesso de parcela não desprezível da indústria doméstica. Assim, o que inicialmente parecia ser uma bênção, isto é, o retorno dos países endividados da América Latina ao mercado financeiro internacional, foi aos poucos se tornando uma fonte de acúmulo de distorções (Coutinho 1996).

O México, por sua vez, começou a implantar essas políticas após passar pela crise da dívida externa em 1982. A política de estabilização caracterizava-se por um regime de câmbio quase fixo de bandas cambiais. As privatizações, a abertura comercial e as desregulamentações dos principais mercados foram sendo implementados ao longo da década 80 e início da década de 90. Tais políticas levaram a uma apreciação real do câmbio e, como resultado, um déficit em transações crescente, chegando a 7,8% do PIB em 1994 (Carcanholo, 1998). No início de 1994, no entanto, o crescimento acelerado da economia americana e o conseqüente receio de aparecimento de tensões inflacionárias levou o Banco Central Americano (FED) a elevar sucessivamente as taxas de juros (de 3 para 6% a.a.) em poucos meses. O México, que vinha financiando enormes déficits em transações correntes com o exterior através da entrada de capitais, viu sua posição cambial se deteriorando, até o colapso em novembro de 1994, com o esgotamento das reservas.

O Brasil, que recém iniciara o seu processo de estabilização também baseado na “âncora cambial”, logo recebeu o impacto da crise mexicana. Sendo ainda recente, o programa brasileiro não havia chegado a acumular déficits continuados em conta corrente com o exterior, e o nível de reservas ainda era elevado (US\$ 41,196 milhões). Isso amorteceu a violência da crise e permitiu ao governo administrá-la sem recorrer a medidas mais enérgicas.

Um dos resultados finais dos respingos da crise mexicana sobre a economia brasileira foi uma expressiva redução das reservas internacionais (em torno de 10 bilhões de dólares entre o 3º trimestre de 1994 e o 1º trimestre de 1995), principalmente pela redução de cerca de 7 bilhões de dólares entre investimentos em portfólio, empréstimos de médio e longo prazos e investimentos diretos. Nesse ponto, o índice de vulnerabilidade externa do país deu um salto significativo, atingindo um pico no primeiro trimestre de 1995.

A partir do segundo trimestre de 1995, inicia-se uma nova fase da política econômica, caracterizada por uma maior flexibilidade na condução da política cambial e comercial, introduzindo-se o sistema de mini-bandas cambiais. Ao mesmo tempo, o governo aumentou fortemente a taxa de juros primária (em 1995, a taxa de juros reais ficou em torno de 30%), o que foi fundamental para a captação de recursos de curto prazo (o saldo líquido foi positivo em US\$ 9,1 bilhões no segundo trimestre de 1995 em relação ao trimestre anterior), bem como os empréstimos de médio e longo prazos e investimentos diretos. Com isso, o saldo líquido das reservas internacionais foi positivo em US\$ 13022 milhões no segundo trimestre de 1995 em relação ao trimestre anterior. Tais fatos foram determinantes para reduzir o índice de fragilidade financeira externa da economia brasileira naquele momento.

Até o segundo trimestre de 1997, além do peso dos capitais de curto prazo, as despesas de frete e com viagens internacionais, nesse último caso fortemente estimuladas pelo câmbio apreciado e pela facilidade de financiamento das compras com o uso de cartões de crédito, foram as variáveis que mais contribuíram para pressionar a alta do índice de fragilidade. Por outro lado, o bom desempenho dos empréstimos de médio e longo prazos e do investimento direto impediram uma alta maior do índice nesse período.

Embora aparente certa tranquilidade até o segundo trimestre de 1997, o índice de fragilidade se mantinha em patamares elevados, o que era um alerta, pois a trajetória das contas externas poderia colocar o país sob o risco de uma crise cambial, suscetível a mudanças na conjuntura internacional. Como veremos, tal fato não demorou a se concretizar.

4.3.2. A Crise asiática e os “efeitos de contágio” sobre a economia brasileira

O problema se iniciou quando a Tailândia e outros países afetados alinharam as suas moedas pelo dólar, apesar de o Japão ser o seu principal parceiro

comercial e de investimento. Quando o dólar se revalorizou, estes países perderam rapidamente a competitividade, o que se conjugou com a desvalorização da moeda chinesa e com o fato de, nem o sistema financeiro tailandês, nem os outros sistemas financeiros asiáticos terem por parte do setor privado e das autoridades governamentais correspondentes, a aplicação, de critérios de avaliação de riscos com/ou exigências de cobertura, o que conduziu à crise financeira. Assim, a Tailândia, vítima de fortes ataques especulativos e afetada pela fuga de capitais, desvalorizou a sua moeda, abandonando o alinhamento com o dólar, o que levou a uma redução de 20% do seu valor. Esta queda suscitou imediatamente dúvidas quanto à sustentabilidade dos acordos cambiais nos países vizinhos, contagiando outras importantes divisas e forçando a desvalorização nas Filipinas, na Malásia e na Indonésia, entre outros. No final de 1997, o movimento percutiu-se sobre outros mercados emergentes, com colapsos nas bolsas de Hong Kong e Seul.

Em outubro de 1997, acontece o ataque especulativo sobre o real, como resultado dos efeitos de contágio da crise asiática, e claro, dos desequilíbrios macroeconômicos do país. Houve uma redução significativa dos capitais de curto prazo que passaram de US\$ 11724 milhões no terceiro trimestre para US\$ 6649 milhões no quarto trimestre de 1997, bem como os investimentos estrangeiros em portfólio, com saída de US\$ 2768 milhões no mesmo período. Esses foram os principais fatores responsáveis pela redução de US\$ 9140 milhões no nível de reservas internacionais do Brasil. Nesse ponto, o índice de vulnerabilidade externa do país deu um novo salto significativo (figura 7), atingindo um pico no quarto trimestre de 1997.

Vale destacar o bom desempenho dos investimentos diretos em 1997, alcançando US\$ 20662 milhões, destes, segundo o Banco Central, US\$ 5200 milhões estão diretamente associados às privatizações. Os financiamentos de médio e longo prazo elevaram-se expressivamente em 1997, fruto das alterações nas normas cambiais, com a obrigatoriedade de contratação de câmbio para liquidação futura nas importações com prazo de até um ano. Os financiamentos, segundo o Banco Central, passaram de cerca de 3% para 37% das importações com cobertura cambial entre 1996 e 1997. Consequentemente, os financiamentos referentes a créditos de compradores e fornecedores cresceram de US\$ 1,2 bilhões em 1996 para US\$ 15,8 bilhões em 1997. O bom desempenho dessas variáveis contribuiu para minimizar os efeitos das transações correntes,

com os aumentos dos déficits tanto comercial como de serviços, embora o índice de fragilidade continua-se em níveis elevados.

O surto especulativo de outubro só não resultou em uma crise cambial devido ao bom nível de reservas internacionais (US\$ 61773 milhões no terceiro trimestre de 97) e pela rápida ação do governo: elevou as taxas de juros de 21% para os exorbitantes 44% a.a., aumentou a oferta de hedge através da venda de títulos com correção cambial, e colocou em prática um pacote fiscal. Passados os efeitos da crise asiática, e com as medidas anteriormente mencionadas, os capitais internacionais retornaram à economia brasileira, e já no primeiro trimestre de 1998, as reservas internacionais já se encontravam no patamar anterior à crise. Tais fatos foram determinantes para reduzir o índice de fragilidade financeira externa da economia brasileira naquele momento, mas não por muito tempo.

4.3.3. A Crise russa e os “efeitos de contágio” sobre a economia brasileira

A conjuntura internacional teve um papel preponderante na evolução da política macroeconômica brasileira ao longo de 1998. O ano começou sob os efeitos da crise do sudeste asiático. Ao longo do primeiro trimestre, as taxas de juros permaneceram bastante elevadas, garantindo uma forte entrada de capitais de curto prazo. As reservas cambiais atingiram níveis recordes (US\$ 72,8 bilhões no segundo trimestre). Entretanto, novos e fortes sinais de instabilidade, desta vez tendo como origem a Rússia, ocorreram em maio e junho.

A crise internacional agravou-se ainda mais em agosto de 1998 com a degradação da situação econômica na Rússia. Em meados de Julho de 1998, a Rússia negociou um pacote de 22,6 bilhões de dólares com o FMI, o Banco Mundial e o Japão, para o período de 1998 e 1999. Porém, os investidores estrangeiros não o consideraram suficiente para cobrir o pagamento da dívida externa a curto prazo, o que provocou importantes refluxos de capital e pressões sobre a taxa de câmbio. Finalmente, em agosto de 1998, o Governo russo permitiu a desvalorização do Rublo. Sem maior acesso aos mercados externos de capitais, a situação revelava-se ainda mais difícil, uma vez que, até 1999, a Rússia ainda tinha obrigações de serviço da dívida superiores a 20 bilhões de dólares. O esquema de reestruturação da dívida interna do governo russo (US\$ 32 bilhões, um terço dos quais em mãos de investidores estrangeiros) foi ao extremo, ao proibir a

negociação dos títulos e estender compulsoriamente seus prazos para 3 a 5 anos, com taxas de juros entre 30% e 20% .

A crise russa foi o fator decisivo que contribuiu para o rápido e profundo agravamento da situação econômica do Brasil, no final de 1998 e início de 1999. Para complicar ainda mais a situação brasileira, o estado de Minas Gerais propôs a moratória do pagamento de suas dívidas no início de 1999, além de alguns investidores estrangeiros liquidarem suas posições no Brasil para realizar lucros e cobrir prejuízos em outros lugares, criando um fluxo de saída de capitais do País.

Na verdade estava criado um círculo vicioso já que a saída de capitais despertou a atenção de alguns agentes financeiros e instituições classificadoras de risco de investimento que concluíram que esses capitais em retirada representavam uma perda de credibilidade no país o que aumentou a vulnerabilidade da economia incentivando novas retiradas. Somente no segundo semestre de 1998, houve uma saída de 30,5 bilhões de dólares entre capitais de curto prazo e investimentos em portfólio. Essa situação levou a um considerável declínio nas reservas internacionais em relação ao início do mês de agosto de 1998 quando se situou, segundo o Banco Central, em torno de US\$ 75 bilhões. A partir de então as reservas caíram, continuamente, até chegarem a US\$ 40 bilhões em janeiro de 1999. Como podemos notar na figura 7, temos nesse período um novo pico no índice de fragilidade financeira.

As negociações com o FMI para um novo empréstimo na tentativa de sustentar as taxas de câmbio mostraram que mesmo um alto grau de reservas não seria suficiente para conter a saída de capitais apesar de que as reservas existentes possibilitassem algum tempo de negociação na tentativa de superar a crise cambial que se instalava.

Mas o pacote do FMI já não seria mais suficiente para prevenir a desvalorização da moeda no início de 1999. O processo de desvalorização do Real começou em 13 de janeiro quando o Governo decidiu alterar a política cambial. O presidente do Banco Central, Gustavo Franco solicitou sua demissão e foi substituído por Francisco Lopes que imediatamente anunciou novas medidas, ampliando os limites de flutuação do câmbio. Durante dois dias o Real foi negociado no teto da banda proposta e o Banco Central foi obrigado a vender US\$ 3 bilhões de dólares das reservas para defender a nova

banda. Finalmente no dia 15 de janeiro o Banco Central decidiu não mais intervir no mercado de câmbio e deixou o real flutuar.

Apesar do otimismo inicial o real continuou a cair vertiginosamente chegando a atingir desvalorização de 37% frente ao dólar em apenas um mês. Quando da substituição de Francisco Lopes por Armínio Fraga como presidente do Banco Central o real já tinha atingido seu ponto mais baixo sendo negociado a R\$2,165 em relação ao Dólar.

Desde então, com a nomeação do novo presidente do Banco Central, Armínio Fraga, começou a se restabelecer a confiança mundial na nossa moeda. As ações de curto prazo (elevando a taxa de juros dos já elevados 39%a.a. para 45%a.a.), complementadas por medidas de austeridade (um novo acordo com o FMI, no qual o Brasil comprometeu-se a atingir metas em relação as principais variáveis macroeconômicas em troca, o país receberia um empréstimo de US\$ 41,5 bilhões), rapidamente aprovadas pelo Congresso Nacional, afetaram positivamente a posição brasileira e permitiram a recuperação da confiança dos investidores internacionais (Garcia, 1999).

No início de março o Real estava sendo cotado a R\$ 2,20 frente ao Dólar, o equivalente a uma desvalorização de 80%. Um mês depois, o Real já estava sendo cotado a R\$ 1,70, confirmando o otimismo do mercado frente à política adotada.

Com a adoção do câmbio flutuante, percebe-se que a situação externa manteve-se relativamente tranqüila, com o melhor momento do índice durante a fase do plano real. Sem maiores turbulências no mercado internacional de capitais, permaneceu um fluxo de recursos para o Brasil estabilizar o câmbio entre 1,70 e 2,00 reais por dólar. Também colaboram para a estabilização o comportamento de variáveis internas, como o comportamento da inflação, caindo sistematicamente, bem como a queda gradual dos juros internos, que aliviou a pressão sobre as contas públicas e o receio de uma moratória interna e/ou externa. Tais fatos, bem como o melhor comportamento da balança comercial foram fatores importantes para a redução da fragilidade financeira externa da economia brasileira.

É possível concluir que Plano Real criou suas próprias armadilhas: primeiro, por necessitar de um câmbio valorizado, buscando através das importações, a concorrência necessária para a queda dos preços domésticos; segundo, por necessitar do capital internacional para corrigir os desequilíbrios provocados pelo câmbio valorizado, como o

déficit em transações correntes, bem como a necessidade de manter elevados níveis de reservas para manter a rigidez cambial.

A necessidade constante de buscar refinanciamentos tornou a economia brasileira muito frágil. Essa fragilidade se confirmava nos momentos de crises externas, onde o índice atingia picos, refletindo a vulnerabilidade da economia brasileira frente a volatilidade do capital. As crises externas se amenizavam, mas as distorções internas não eram corrigidas

No início de 1999, a fragilidade encontrou seu ápice, com a desvalorização do real, e desde então, com a correção das distorções, revertendo a tendência de deterioração da balança comercial, bem como a necessidade de manter elevados níveis de reservas, o índice retornou aos patamares anteriores ao plano real, reduzindo, assim, sua vulnerabilidade externa.

CAPÍTULO V: CONCLUSÃO

5.1. Conclusão

Procurou-se analisar neste trabalho a economia brasileira durante a década de 90, num contexto de fragilidade financeira externa gerada pelo plano real.

Podemos observar que após a implantação do plano real ocorreram mudanças significativas em praticamente toda a esfera econômica. As políticas adotadas pelo governo, com controle sobre o câmbio e política monetária regulatória, visando ajustar a economia, causaram reversões nas principais variáveis macroeconômicas, como a passagem de históricos superávits comerciais para déficits significativos. Ao manter o câmbio fixo, era necessário a entrada constante de capitais internacionais para equilibrar a conta corrente, bem como manter níveis de reservas suficientes para manter a paridade da moeda. Só que para atrair esses capitais, era necessário manter um diferencial entre taxas de juros internas e externas, o que causa outros danos à economia, como o aumento do endividamento público, bem como efeitos recessivos sobre a cadeia produtiva brasileira, e seus impactos sobre emprego e renda.

Ao observar a evolução do índice de fragilidade financeira externa, foi possível avaliar melhor os efeitos da política adotada, já que os déficits contínuos em transações correntes faziam necessário o constante ingresso de capitais. Assim, a economia brasileira mantinha uma fragilidade contundente, pois se tornará dependente da volatilidade do capital internacional. Essa fragilidade se efetivou progressivamente, inicialmente com os efeitos de contágio das crises mexicana, asiática e russa, até o colapso da política vigente: a desvalorização cambial.

Com a mudança “forçada” na política econômica, adotando o câmbio flutuante, foi possível reduzir o diferencial entre taxas de juros interna e externa. Foi o necessário para reativar a economia e reverter a tendência negativa nas transações correntes, reduzindo sua fragilidade.

Mantidas as tendências pós-desvalorização (1999-2000), as perspectivas futuras são mais animadoras, com taxas de juros a níveis internacionais e com o câmbio favorável às exportações. Tais fatores são fundamentais para ajustar as contas externas, bem como reativar a economia brasileira.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BATISTA JR. Paulo Nogueira. O eterno retorno do mesmo. In: **Dívidas externas na América Latina e a crise financeira internacional**. Fundação Konrad Adenauer, São Paulo, 1999.
- BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL, Brasília, vários volumes.
- CARCANHOLO, Marcelo Dias. Liberação e fragilidade financeira: a vulnerabilidade como restrição ao crescimento – **Indicadores Econômicos FEE**: análise conjuntural, Porto Alegre, RS. Brasil, 1998.
- CARDOSO, Eliana, GOLDFAJN, Ilan. Fluxos da capital no Brasil: seus determinantes e o efeito dos controles. **Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro, fev.1998.
- CLARKE, Roger. Administrando os riscos da carteira. In: BERNSTEIN, Peter L.; DAMODARAN, Aswath (org.). **Administração de investimentos**. Tradução de Cyro C. Patarra e José Carlos Barbosa dos Santos. Porto Alegre: Bookman, 2000.
- DORNBUSCH, R.; FISCHER, S. **Macroeconomia**. Tradução e revisão técnica Roberto Luiz Troster. 2º edição, São Paulo:, 1991.
- GARCIA, Álvaro Antônio. A crise cambial e seus desdobramentos. – **Indicadores Econômicos FEE**: análise conjuntural, Porto Alegre, RS. Brasil, 1999.
- GONÇALVES, Reinaldo. Globalização financeira, liberação cambial e vulnerabilidade externa da economia brasileira. In: BAUMANN, Renato (org.). **A economia brasileira**. Rio de Janeiro: Campus, 1996.
- GONÇALVES, Reinaldo, BAUMANN, Renato, PRADO, Luiz Carlos Delorme, et. al. **A nova economia internacional: uma perspectiva brasileira**. Rio de Janeiro: Campus, 1998.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA. História do plano real. Disponível na Internet. <http://www.fazenda.gov.br/>, junho de 2001.

PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de; ALVES JÚNIOR, Antônio José. Fragilidade financeira externa e os limites da política cambial no Real. **Revista de Economia Política**, Rio de Janeiro, v.19, nº1 (73), Jan./dez.1999.

SACHS, Jeffrey; LARRAIN, Felipe. **Macroeconomia**. São Paulo: Makron Books, 1995.

ANEXOS

IGP-DI

jan/90	71,9	set/93	36,99	mai/97	0,3
fev/90	71,68	out/93	35,14	jun/97	0,7
mar/90	81,32	nov/93	36,96	jul/97	0,09
abr/90	11,33	dez/93	36,22	ago/97	-0,04
mai/90	9,07	jan/94	42,19	set/97	0,59
jun/90	9,02	fev/94	42,41	out/97	0,34
jul/90	12,98	mar/94	44,8	nov/97	0,83
ago/90	12,93	abr/94	42,35	dez/97	0,69
set/90	11,72	mai/94	40,95	jan/98	0,88
out/90	14,16	jun/94	46,58	fev/98	0,02
nov/90	17,45	jul/94	5,47	mar/98	0,23
dez/90	16,46	ago/94	3,34	abr/98	-0,13
jan/91	19,93	set/94	1,55	mai/98	0,23
fev/91	21,11	out/94	2,55	jun/98	0,28
mar/91	7,25	nov/94	2,47	jul/98	-0,38
abr/91	8,74	dez/94	0,57	ago/98	-0,17
mai/91	6,53	jan/95	1,36	set/98	-0,02
jun/91	9,86	fev/95	1,15	out/98	-0,03
jul/91	12,83	mar/95	1,81	nov/98	-0,18
ago/91	15,49	abr/95	2,3	dez/98	0,98
set/91	16,19	mai/95	0,4	jan/99	1,15
out/91	25,85	jun/95	2,62	fev/99	4,44
nov/91	25,76	jul/95	2,24	mar/99	1,98
dez/91	22,14	ago/95	1,29	abr/99	0,03
jan/92	26,84	set/95	-1,08	mai/99	-0,34
fev/92	24,79	out/95	0,23	jun/99	1,02
mar/92	20,7	nov/95	1,33	jul/99	1,59
abr/92	18,54	dez/95	0,27	ago/99	1,45
mai/92	22,45	jan/96	1,79	set/99	1,47
jun/92	21,42	fev/96	0,76	out/99	1,89
jul/92	21,69	mar/96	0,22	nov/99	2,53
ago/92	25,54	abr/96	0,7	dez/99	1,23
set/92	27,37	mai/96	1,68	jan/00	1,02
out/92	24,94	jun/96	1,22	fev/00	0,19
nov/92	24,22	jul/96	1,09	mar/00	0,18
dez/92	23,7	ago/96	0	abr/00	0,13
jan/93	28,73	set/96	0,13	mai/00	0,67
fev/93	26,51	out/96	0,22	jun/00	0,93
mar/93	27,81	nov/96	0,28	jul/00	2,26
abr/93	28,21	dez/96	0,88	ago/00	1,82
mai/93	32,27	jan/97	1,58	set/00	0,69
jun/93	30,72	fev/97	0,42	out/00	0,37
jul/93	31,96	mar/97	1,16	nov/00	0,39
ago/93	33,53	abr/97	0,59	dez/00	0,76

Ano	Balança Comercial (US\$ Milhões)	Over/Selic	IPC - EUA	Prime Rate	Dívida do setor público líquida (R\$ milhões)	PIB-Variação real %	Taxa de desemprego - aberto (%) - referência: 30 dias
1990	10752,8	-18,62	5,40	10,00		-4,18	4,65
1991	10579	10,58	4,20	8,38	56,07	1,03	5,24
1992	15239	27,54	3,10	6,25	678,32	-0,54	6,14
1993	13307	11,93	3,00	6,00	17715,06	4,92	5,75
1994	10467	22,07	2,50	7,14	153162,92	5,85	5,44
1995	-3351,2	29,20	2,80	8,83	208443,04	4,22	4,96
1996	-5599,04	15,42	2,90	8,27	269193,00	2,66	5,81
1997	-6747,84	15,04	2,30	8,44	308426,00	3,27	6,14
1998	-6603,64	23,85	1,50	8,36	385869,63	0,22	8,35
1999	-1260,45	4,66	2,20	7,99	516578,67	0,79	8,25
2000	-697,747	6,76	3,40	9,24	563162,57	4,46	7,84

VARIÁVEIS QUE COMPÕE O ÍNDICE DE FRAGILIDADE

	Conta de capitais - amortização	Conta de capitais - empréstimos / financiamentos - médio / longo prazos	Capitais a curto prazo (líquido)	Conta de serviços - juros - despesa	Conta de serviços - outras despesa	Conta de serviços - juros - receita	Conta de serviços - outras - receita	Conta de capitais - investimentos estrangeiros - portfólio
	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral
	US\$ (milhões)	US\$ (milhões)	US\$ (milhões)	US\$ (milhões)	US\$ (milhões)	US\$ (milhões)	US\$ (milhões)	US\$ (milhões)
1990 T1	-2645	1378	-1550	3157	2813	225	1028	20
1990 T2	-1171	1039	595	1418	2142	251	921	25
1990 T3	-2218	987	-849	2929	2145	325	867	92
1990 T4	-2792	1606	-152	3364	2098	319	989	34
1991 T1	-2001	1278	-2670	2684	2087	194	828	82
1991 T2	-2017	1328	221	2173	2032	222	867	123
1991 T3	-2582	1598	-1103	2689	2022	229	794	196
1991 T4	-1227	2288	519	1948	2131	228	862	177
1992 T1	-2676	2157	3600	2391	1784	219	1130	755
1992 T2	-1388	3242	-277	1308	1924	247	990	615
1992 T3	-2665	1781	-1258	3114	2213	253	954	157
1992 T4	-1783	2130	98	1465	2309	306	903	177
1993 T1	-2234	1662	-420	3281	2495	280	1109	620
1993 T2	-2180	3133	-357	1806	2679	257	996	787
1993 T3	-2538	3055	279	1816	2895	250	1070	1434
1993 T4	-2829	3737	815	2427	3187	262	1272	3729
1994 T1	-2732	2270	1961	1775	2883	311	1320	2825
1994 T2	-2509	2396	2878	2226	2864	432	1223	2870

1994 T3	-2593	2100	-1284	1329	3366	478	1267	338
1994 T4	-2823	5060	-3451	2810	4178	581	1246	1247
1995 T1	-2704	1113	5415	1789	4563	684	1534	-3622
1995 T2	-3039	4809	2210	3652	4141	552	1704	1279
1995 T3	-2143	5620	9107	1797	4434	534	1995	3853
1995 T4	-2738	5017	2935	3405	4411	714	1874	784
1996 T1	-4120	4906	2869	2485	3921	777	1945	1877
1996 T2	-2835	7224	-70	3551	4414	744	2217	1004
1996 T3	-3089	4512	1564	2565	5545	966	2002	1245
1996 T4	-4375	10506	1723	4162	6232	1103	2081	1913
1997 T1	-2977	5002	1522	2017	5483	1048	1607	2899
1997 T2	-8433	12752	-6784	4468	6190	933	2306	3283
1997 T3	-4249	15470	-6362	2732	6717	1118	2217	1886
1997 T4	-13056	14055	-5075	5192	6934	922	2294	-2768
1998 T1	-3982	20161	-925	2503	5788	981	2336	4787
1998 T2	-6613	16566	-7957	4702	6769	1010	2258	3465
1998 T3	-10947	11868	-12987	3236	8179	1107	2327	-8713
1998 T4	-12045	13481	-7449	5402	7132	797	2372	-1389
1999 T1	-17590	6961	-1774	3391	4341	533	2156	108
1999 T2	-10223	14517	-2 865	5445	4878	520	1927	901
1999 T3	-9074	7936	-1363	2939	4988	450	2290	157
1999 T4	-11740	14753	-3148	5726	5719	728	2938	183
2000 T1	-7115	9790	-415	3133	4609	625	2648	111
2000 T2	-7361	8066	-2311	5797	5548	623	2285	1256
2000 T3	-12727	14842	-1935	3228	5442	618	3257	1124
2000 T4	-7488	9795	-1724	5385	5820	588	2612	226

	Exportação	Importação	saldo comercial	reservas intern.	Invest. diretos
	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral
	US\$ (milhões)	US\$ (milhões)	US\$ (milhões)	US\$ (milhões)	US\$ (milhões)
1990 T1	6486	4576	1910	8412	-275
1990 T2	8300	4266	4034	9643	20
1990 T3	8736	5474	3261	10408	87
1990 T4	7892	6345	1547	9584	168
1991 T1	7811	4330	3481	9436	277
1991 T2	8746	5034	3712	9625	102
1991 T3	7436	5614	1822	9110	-101
1991 T4	7627	6063	1564	8419	-108
1992 T1	7845	4630	3215	14435	1513
1992 T2	8551	4725	3826	20244	849
1992 T3	9481	5222	4259	22593	220
1992 T4	9916	5977	3939	24120	390
1993 T1	9220	5231	3989	22837	273
1993 T2	9151	6007	3144	23731	749
1993 T3	10371	7329	3042	26657	1399
1993 T4	9822	6690	3132	30747	3750
1994 T1	8876	6048	2828	36738	3304
1994 T2	11225	7276	3949	40859	3144
1994 T3	12182	7931	4251	43175	490
1994 T4	11262	11824	-562	41196	1194
1995 T1	9731	12018	-2287	36673	-3356
1995 T2	11719	13657	-1939	33043	1858
1995 T3	12729	12152	577	46065	4232
1995 T4	12328	12031	297	50930	1929
1996 T1	10286	10751	-465	54696	4279
1996 T2	12617	12478	139	58720	4038
1996 T3	12955	14235	-1280	59313	2169
1996 T4	11889	15837	-3948	59727	5054
1997 T1	10657	11580	-923	59112	5623
1997 T2	14131	15464	-1333	57688	7182
1997 T3	14901	16588	-1687	61773	5895

1997 T4	13301	16206	-2905	52633	1962
1998 T1	11902	13744	-1842	60160	7196
1998 T2	14066	14064	2	72793	8813
1998 T3	13492	15270	-1778	61118	-2060
1998 T4	11660	14633	-2973	42710	6809
1999 T1	10045	10861	-816	35147	7060
1999 T2	12406	12206	200	41346	6921
1999 T3	12581	12731	-150	42562	9652
1999 T4	12979	13412	-433	36342	6517
2000 T1	12048	12044	4	39200	6244
2000 T2	14105	13272	833	28265 //	6953
2000 T3	15246	15351	-105	31431	7220
2000 T4	13687	15053	-1366	33011	9142

 $\gamma_1 = 9$
 $\gamma_1 = 11$